



**Kwartaalbericht**

De Nederlandse aandelenmarkten sloten het eerste kwartaal positief af. De AEX-Index steeg met +1,2% naar 959,8, de Amsterdam Midcap Index nam toe met +3,3% en eindigde op 953,0 en de Amsterdam SmallCap Index koerste +3,4% hoger naar 1.602,8.

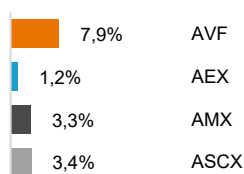
De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in het eerste kwartaal met +7,9% van € 108,13 naar € 116,68.

Het fondsvermogen per 31 maart 2026 bedroeg € 163,3 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 160,5 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind maart een creditsaldo en overige overlopende posten van 1,7% van het fondsvermogen.

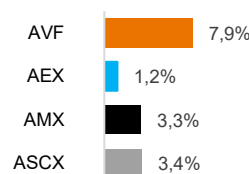
- 1) In het eerste kwartaal realiseerden 7 participaties (= 75%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden 8 van de 11 participaties (= 89%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen kwartaal presteerde **Besi** het beste in de portefeuille. De onderneming kwam met sterke jaarcijfers en bracht naar buiten dat 2026 een goed jaar wordt voor Hybrid Bonding;
- 3) Afgelopen kwartaal presteerde **Planisware** het slechtst in de portefeuille. Het eerste kwartaal was uitzonderlijk slecht voor wereldwijde softwareaandelen. Er heerst angst onder beleggers dat AI het verdienmodel van softwarebedrijven kan aantasten.

**Rendement**

%-verandering 2026 (incl. dividend)

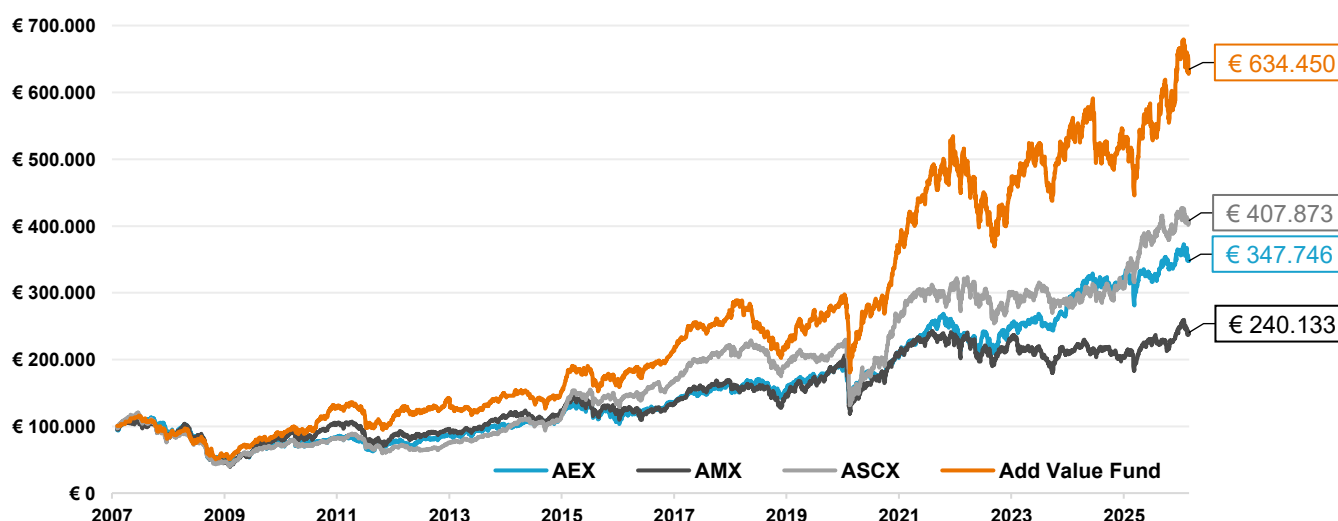


%-verandering kwartaal (incl. dividend)



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. Besi	19,7%	1. Besi	33,8%	1. Planisware	-39,1%
2. ASM	18,5%	2. ASM	23,1%	2. Nedap	-12,1%
3. Nedap	14,7%	3. Kendrion	20,7%	3. Sif Holding	-6,1%

**Waardegroei €100.000 sinds start Add Value Fund vs. Indices**

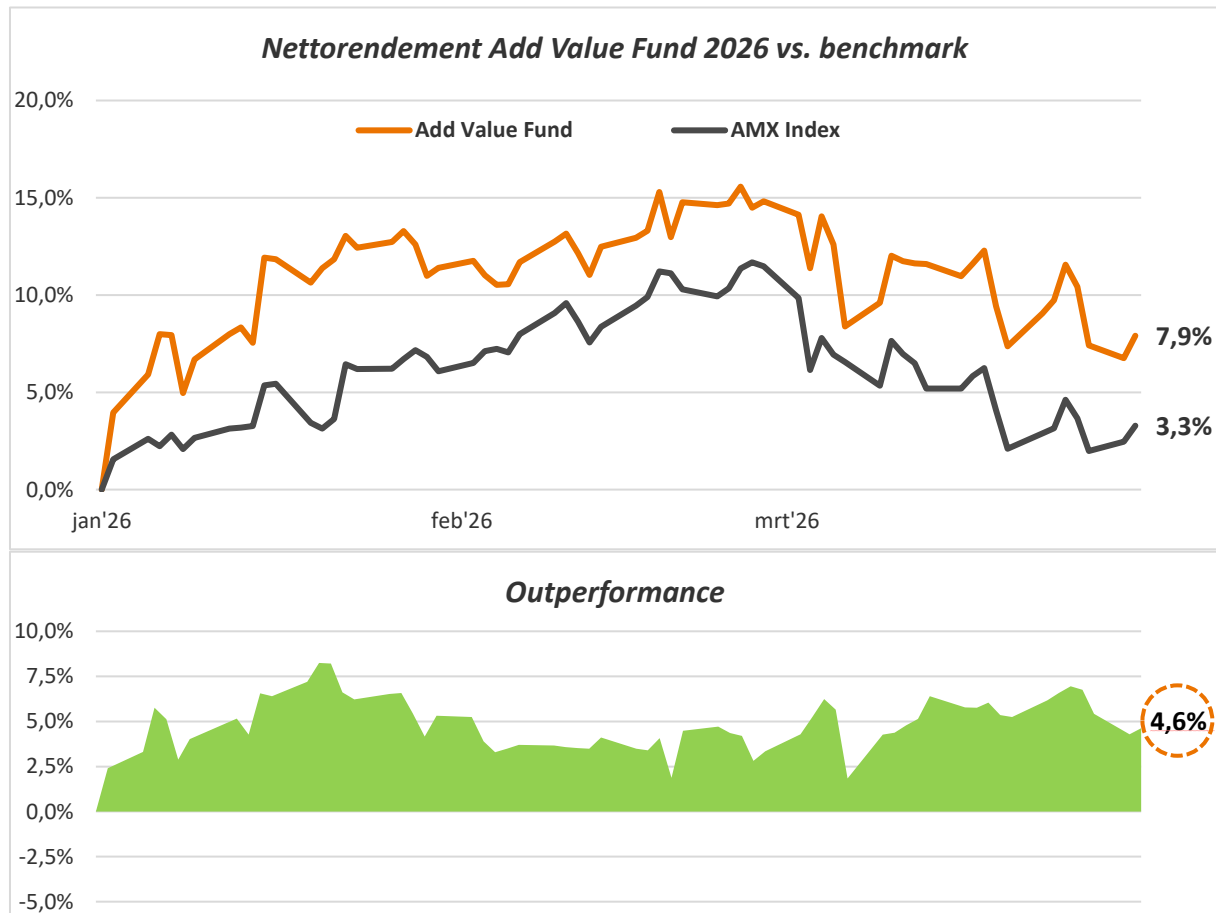


Bron: Refinitiv / AVFM; peildatum: 31/03/2026

## Inleiding

Nadat de eerste twee maanden van het beleggingsjaar positief waren afgesloten met netto rendementen van +11,4% in januari en +3,1% in februari, werden de laatste twee weken van het eerste kwartaal ruw verstoord door de oorlog in het Midden-Oosten. Scherp stijgende olie- en gasprijzen, maar ook fors hogere kapitaalmarktrentes, zorgden voor onrust op de financiële markten, waardoor de maand maart met een negatief rendement van -6,0% werd afgesloten.

Per saldo steeg de intrinsieke waarde van Add Value Fund in het eerste kwartaal met 7,9% van € 108,13 naar € 116,68. Onze benchmark, de AMX-index op herbeleggingsbasis, steeg met 3,3% waarmee een *outperformance* van 4,6 procentpunt aan netto rendement in het eerste kwartaal werd behaald.



In dit kwartaalbericht schenken wij speciale aandacht aan onze bedrijfsbezoeken aan een vijftal Zweedse kwaliteitsbedrijven die wij al enkele jaren volgen en analyseren. Nadat we het management al meerdere keren online hadden gesproken, werd het nu de hoogste tijd om fysiek kennis te maken en een kijkje te nemen in de keuken.

Verder vertellen we iets meer over het succes van de Zweedse aandelenmarkt en hun economie. Naast de cultuur en mentaliteit – *nuchter en degelijk* – zijn er nog tal van overeenkomsten met Nederland en andere relatief kleinere economische landen, zoals Zwitserland ([zie tweede kwartaalbericht 2025](#)) en Finland. Deze landen scoren op verschillende internationale ranglijsten stuk voor stuk erg hoog op het gebied van innovatiekracht en concurrentievermogen. Dit zijn twee belangrijke investeringscriteria voor ons.

Nu het cijferseizoen weer aanbreekt, gaan we kort in op de vooruitzichten voor het eerste kwartaal en blikken we terug op de jaarcijfers van een aantal participaties die we in ons [voorgaand maandbericht](#) nog niet hebben behandeld.

Veel leesplezier!

---

## Ontwikkelingen participaties in portefeuille

---

Onze twee na grootste participatie in de portefeuille, de *high-tech* onderneming Nedap, kwam met betere jaarcijfers naar buiten dan wij hadden verwacht. Met name de vier kernmarkten waarin de onderneming actief is – *Healthcare, Livestock, Retail en Security* – presteerden sterk met een kloeke autonome omzetgroei van maar liefst +18%. De totale groepsomzet steeg met 11% naar € 280 miljoen, tevens een nieuw record. Ook de wederkerende omzet uit software en diensten steeg met 11% en maakt nu ruim 40% van de totale groepsomzet uit.

Doordat Nedap de kosten redelijk onder controle had, stegen zowel het bedrijfsresultaat (EBIT) als de nettowinst met 33% naar respectievelijk € 31,7 miljoen en € 24,6 miljoen. Hiermee bereikte Nedap de hoogste jaarwinst in zijn 79-jarig bestaan. Deze mooie mijlpaal werd bereikt onder het leiderschap van Ruben Wegman, die 18 jaar lang als CEO al zijn ziel en zaligheid in deze unieke en bijzondere onderneming heeft gestoken. Als actieve en betrokken aandeelhouder sinds 2007 zijn wij dan ook erg dankbaar en wensen wij Ruben en zijn gezin het allerbeste toe!

Ruben laat de onderneming in blakende gezondheid achter gezien de puik eerste kwartaalresultaten van 2026, waarbij de groepsomzet autonoom met +14,3% steeg naar € 76,1 miljoen. De omzet binnen de vier kernmarkten steeg zelfs met 16,5% en de wederkerende omzet versnelde ten opzichte van vorig jaar met maar liefst 15,5% naar € 31 miljoen. Sinds de AvA op 8 april jl. heeft Ruben het stokje overgedragen aan Rob Schuurman, die al in de directie actief was als Chief Commercial Officer en al ruim 20 jaar bij Nedap werkt. Wij hebben het volste vertrouwen dat Rob de juiste persoon is om Nedap verder te laten groeien [naar onze doelstelling van € 500 miljoen omzet in 2030 met een bijbehorende nettowinst van € 75 miljoen](#), oftewel een ruime verdubbeling ten opzichte van 2025. Wij wensen hem daarbij alle succes toe! Nedap heeft in ieder geval al aangegeven dat de vier kernmarkten in 2026 weer een hogere omzet zullen realiseren, hoe hoog de omzetgroei zal uitkomen is mede afhankelijk van de geopolitieke situatie in de wereld.

Onze *fintech* participatie Flow Traders was samen met onze participatie Kendrion het enige aandeel in de portefeuille dat in de onrustige maand maart een koersstijging liet zien van +5%. De liquiditeitsverschaffer in *Exchange Traded Products* (ETPs) en crypto's gedijt normaliter uitstekend bij onzekere en volatiele financiële markten. Nadat het vierde kwartaal vorig jaar al goed was verlopen met een netto handelsresultaat van € 124 miljoen, zal naar verwachting het eerste kwartaal van 2026 nog veel beter worden. Niet alleen vanwege de recordvolumes aan financiële transacties op de Europese beurzen, maar ook gezien het fors toegenomen handelskapitaal met circa € 200 miljoen naar ruim € 1 miljard. Doorgaans behaalt Flow Traders daarop een rendement van tussen de 50% en 75% op jaarbasis. En in tijden van angst en paniek op de financiële markten, zoals in de laatste weken van maart het geval was, zal dat rendement eerder aan de bovenkant uitkomen. Wij hebben er alle vertrouwen in dat Flow Traders op 24 april aanstaande met uitstekende Q1-cijfers naar buiten zal komen.

De grootste fitnessketen van Europa, onze participatie Basic-Fit, publiceerde tevredenstellende jaarcijfers. De groepsomzet steeg met 17% naar € 1,4 miljard, de onderliggende EBITDA steeg met 11% naar € 348 miljoen en de onderliggende nettowinst steeg met 24% naar € 54 miljoen. Het aantal nieuwe clubs nam met 5% toe naar 1.660 en het ledenaantal groeide met 13% naar ruim 4,8 miljoen, waarbij de omzet per lid toenam van € 24,24 naar € 24,91. Basic-Fit ziet de omzet per lid ook in 2026 verder stijgen. Ook ziet de onderneming de positieve vrije kasstroom in 2026 sterk verbeteren ten opzichte van de € 26 miljoen in 2025. In 2024 had Basic-Fit nog een negatieve vrije kasstroom van ruim € 88 miljoen.

Daarnaast gaf de onderneming bij de jaarcijfers al aan dat de eerste 10 weken van 2026 een sterke netto instroom van nieuwe leden lieten zien van 200.000. Basic-Fit is er dan ook van overtuigd, ook gezien de overname van Clever Fit vorig jaar, dat de omzet in 2026 zal uitkomen op tenminste € 1,65 miljard (+18%) en de onderliggende EBITDA op circa € 425 miljoen (+22%). Ondanks een recente datalek, waarbij ledengegevens van circa 1 miljoen leden, waarvan circa 200.000 in Nederland, op 'straat' kwamen te liggen, zijn wij positief gestemd over de sterke voortzetting van de netto ledengroei dit jaar.

Daarnaast kwam vandaag het bericht dat Basic-Fit eindelijk toestemming heeft gekregen van de Franse overheid om een groot gedeelte van de ruim 900 clubs in Frankrijk onbemand (via camera's) en 24 uur per dag, 7 dagen in de week te exploiteren. Waar dit al in Nederland is toegestaan, is dit een belangrijke doorbraak, omdat Frankrijk veruit de grootste markt is voor Basic-Fit. De onderneming zal dit jaar 200 clubs onbemand kunnen exploiteren, waardoor een directe kostenbesparing van € 10 miljoen wordt gerealiseerd, wat verder kan oplopen als er meer onbemande clubs worden geopend. Beleggers reageerden opgetogen op dit nieuws en zetten de beurskoers 10% hoger.

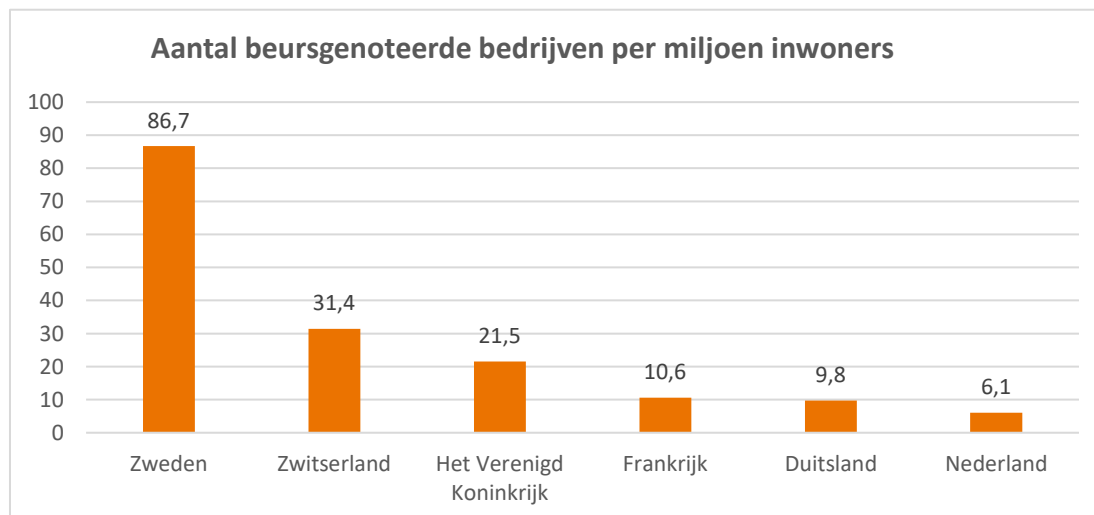
Wij kijken met vertrouwen uit naar de Q1-cijfers die morgen voorbeurs worden gepubliceerd. Het zou ons niets verbazen, gezien de sterke ledengroei, kostenbesparingen in Frankrijk en de aanstaande *Capital Markets Day* op 21 april aanstaande, dat de onderneming de verwachtingen voor 2026 gaat verhogen.

### Het succes van de Zweedse aandelenmarkt

In onze continue zoektocht naar kwaliteitsbedrijven hebben wij deze keer de blik naar het noorden gericht. Waar wij vorig jaar afreisden naar Zwitserland en Engeland, hebben we onlangs vijf bedrijven bezocht in Zweden. Een logische vervolgstap op zoek naar nieuwe investeringen bracht ons bij het Europese land met de hoogste dichtheid aan beursgenoteerde bedrijven per inwoner. De Zweedse aandelenmarkt is niet alleen breed, maar vooral ook divers en internationaal georiënteerd.

### Het Europese land met de meeste beursnoteringen per inwoner

Zweden heeft in totaal bijna 900 beursgenoteerde bedrijven. Ter vergelijking, Nederland heeft circa 100 beursgenoteerde bedrijven, maar kent bijna twee keer zoveel inwoners (circa 10 miljoen in Zweden tegenover circa 18 miljoen in Nederland). Zweden is bij uitstek het Europese land met het hoogste aantal beursnoteringen per inwoner:



Zweden heeft de meeste beursgenoteerde ondernemingen per miljoen inwoners van Europa. Bron: Refinitiv

Naast het relatief hoge aantal noteringen valt ook op dat Zweden het laagste gemiddelde én mediane beurswaarde per bedrijf heeft binnen West-Europa:

	Gemiddelde beurswaarde per bedrijf	Mediaan beurswaarde per bedrijf
Zweden	€ 1,2 mld	€ 29 mln
Nederland	€ 11,1 mld	€ 1.020 mln
Duitsland	€ 3,1 mld	€ 56 mln
Frankrijk	€ 4,1 mld	€ 64 mln
Verenigd Koninkrijk	€ 2,4 mld	€ 93 mln
Zwitserland	€ 7,7 mld	€ 740 mln
West-Europa	€ 3,0 mld	€ 79 mln

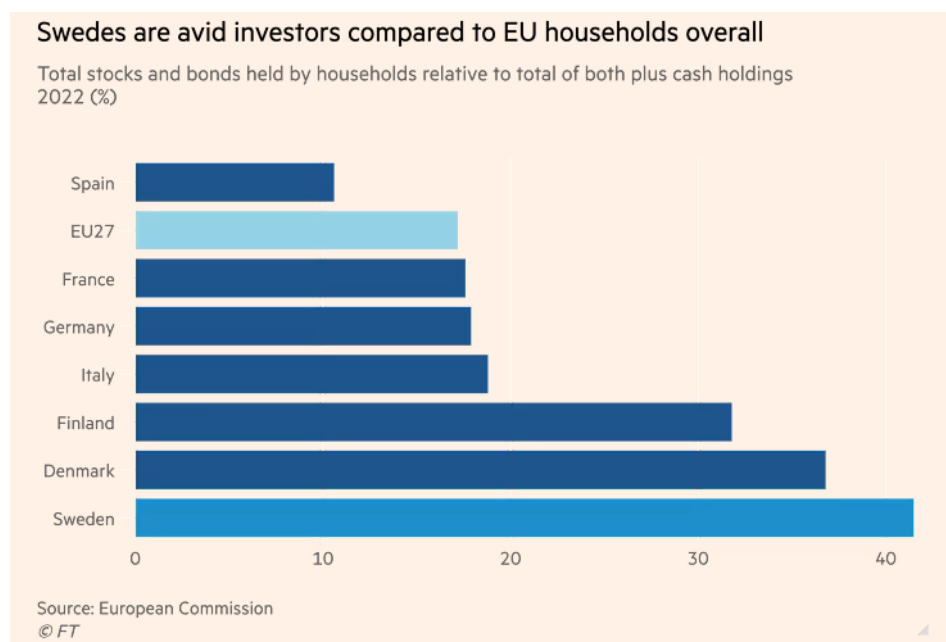
De gemiddelde en mediaan waarde per beursgenoteerde bedrijf per land. Bron: Refinitiv

In Nederland ligt de gemiddelde beurswaarde meer dan negen keer zo hoog als in Zweden. Daarentegen ligt het aantal beursgenoteerde bedrijven in Zweden meer dan negen keer zo hoog als in Nederland. Uiteraard zegt dit niets over de kwaliteit van het bedrijf in Zweden, maar het hoge aantal bedrijven en de lage gemiddelde beurswaarde bieden een goede basis voor ons als *smallcap* belegger om te zoeken naar nieuwe investeringen die de kwaliteit en de winstgroei van onze portefeuille verhogen.

Het hoge aantal beursgenoteerde bedrijven is natuurlijk opvallend en wij zijn gaan onderzoeken waarom dat zo is. De voornaamste redenen die wij zien, zijn de sterke beleggingscultuur en het bestaan van beurzen met lagere noteringseisen.

### Beleggingscultuur

Zweden hoort tot de Europese landen met het hoogste percentage retailbeleggers. Zweedse huishoudens beleggen meer dan twee keer zoveel als het Europese gemiddelde, wat Zweden tot een van de grootste beleggerslanden van Europa maakt. Dit is het resultaat van maatregelen die decennia geleden zijn genomen om pensioenfondsen en retailbeleggers te motiveren te investeren in de Zweedse aandelenmarkt.



Zweedse huishoudens beleggen meer dan twee keer zoveel als het Europese gemiddelde. Bron: Financial Times

In 1984 begonnen zij al met de Allemansspar, een spaarregeling waarbij particulieren werden gestimuleerd om te beleggen op een fiscaal vriendelijke wijze. Met de Allemansspar konden particulieren vooral kiezen uit Zweedse beleggingsfondsen. Dit zorgde voor enorme investeringen door retailbeleggers in small- en midcap bedrijven en werden de eerste small- en midcap beleggingsfondsen opgestart.

In 2012 volgde een nieuwe impuls met de introductie van de Investeringsparkonto (ISK). De ISK is een gratis rekening voor particulieren waarop eenvoudig fiscaal vriendelijk belegd kan worden. De ISK elimineert de complexe belasting op individuele transacties waardoor particulieren zonder administratieve drempels kunnen beleggen. Dit heeft gezorgd voor een verdere verbreding van beleggen onder particulieren, en heeft de Zweedse beleggingscultuur versterkt. Daarnaast beschikt Zweden over een sterk ontwikkeld pensioensysteem, dat, los van de ISK, een belangrijke bron van kapitaal vormt binnen de Zweedse economie. De brede bereidwilligheid, van zowel particuliere als institutionele beleggers, om te investeren in eigen land zorgt voor een stabiele en goed functionerende aandelenmarkt waarin ondernemingen groeikapitaal kunnen ophalen.

### Beurzen met lagere noteringseisen

Niet alleen heeft Zweden een breed en actief beleggerspubliek om in beursgenoteerde bedrijven te investeren, maar heeft het land ook beurzen waar het eenvoudiger is voor jonge ondernemingen om publiek kapitaal op te halen. In Nederland moet een onderneming minimaal drie gecontroleerde jaarrekeningen presenteren voordat zij een beursnotering kan aanvragen en heeft de Nederlandse toezichthouder strenge eisen voor de prospectus. Hoewel de algemene beurs in Zweden, de Nasdaq Stockholm, vergelijkbare eisen stelt, zijn er in Zweden beurzen die lagere eisen stellen aan een beursnotering. Naast de reguliere beurs kent Zweden nog drie beurzen, de Nasdaq First North Growth Market, de Spotlight Stock Market en de Nordic Growth Market. Deze beurzen zijn opgericht om jonge en kleine ondernemingen toegang te geven tot de kapitaalmarkten. De effecten zijn duidelijk; waar het aantal beursnoteringen in Europa tussen 2010 en 2022 met 15%<sup>1</sup> is afgenomen, is het aantal beursnoteringen in Zweden juist toegenomen. De beurzen met lagere instapeisen en een sterke beleggingscultuur hebben bijgedragen aan de 500+ beursgangen in tien jaar tijd. Zelfs de grootste beursgang in Europa van de afgelopen jaren, het beveiligingsbedrijf Verisure, ging in Zweden naar de beurs. Alleen het Verenigd Koninkrijk, traditioneel het financiële hart van Europa, doet het met 765 beursgangen beter.



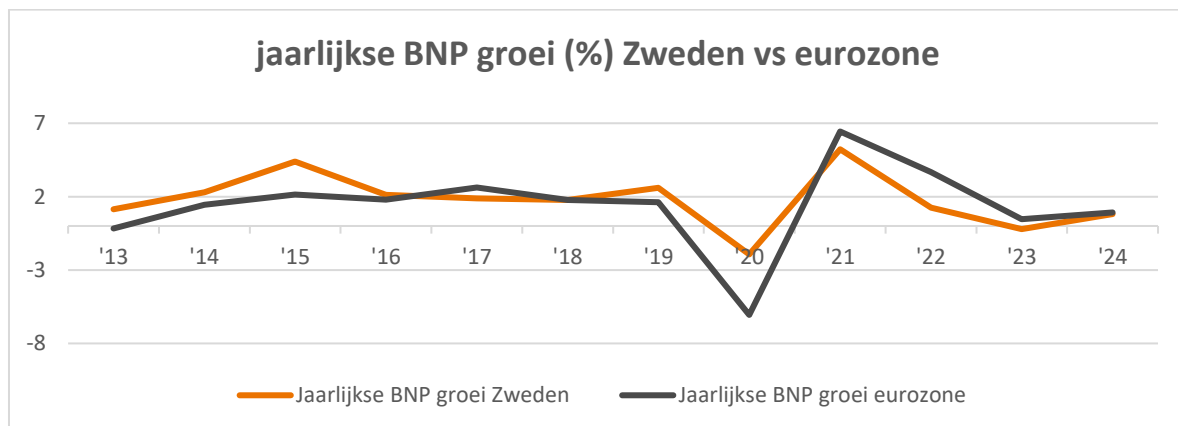
Zweden is na het VK het land met de meeste IPO's in de afgelopen 10 jaar. Bron: Financial Times.

<sup>1</sup> [The delisting phenomenon in Europe](#)

## Sterke economie

Na een onderzoek naar de Zweedse beurs kijken we ook wat breder naar de economie van Zweden. De prestaties van de aandelenmarkt staan immers niet los van macro-economische factoren. Een stabiele en groeiende economie vormt het fundament waarop bedrijven kunnen floreren. Om de sterkte van de Zweedse economie te beoordelen, kijken we naar drie indicatoren die wij het belangrijkste achten:

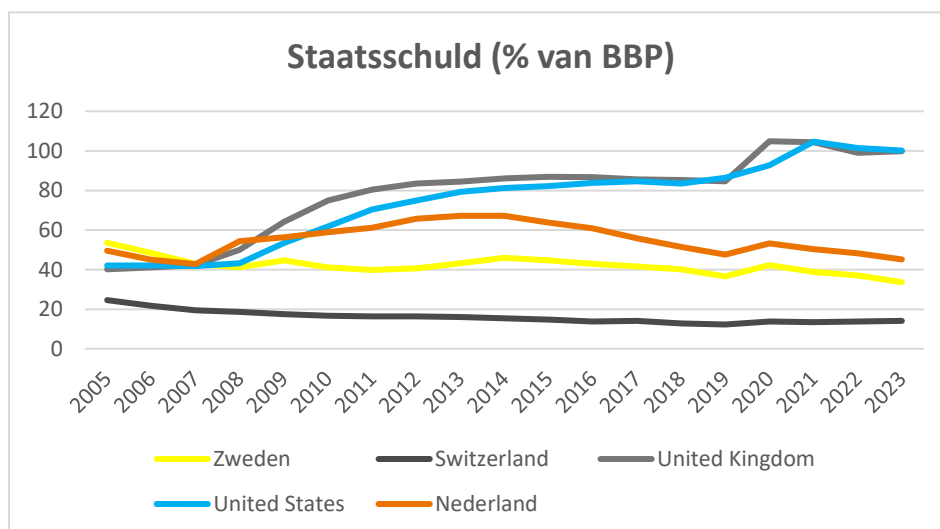
- Groei
- Kredietwaardigheid
- Werkloosheid



De verwevenheid van de economische groei tussen Zweden en de eurozone. Bron: Refinitiv.

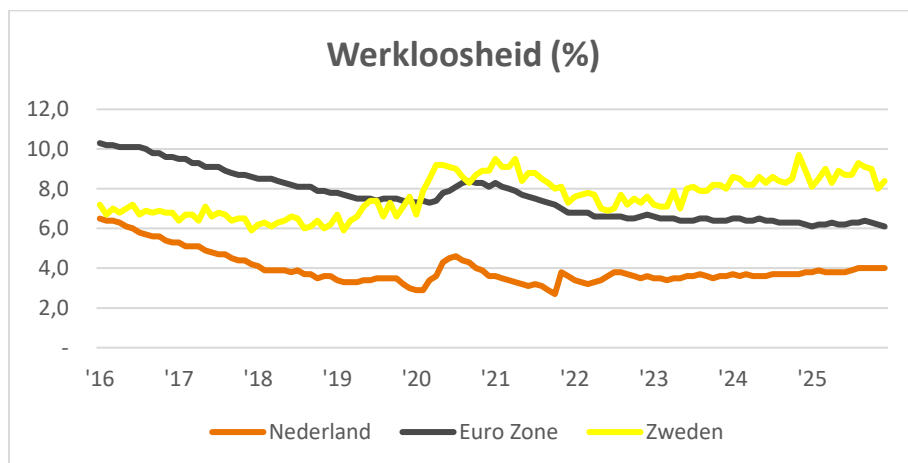
Sinds 2014 is de Zweedse economie met gemiddeld 1,8% per jaar gegroeid, waarmee Zweden het beter deed dan de eurozone met 1,5% jaarlijkse groei. Bovenstaande grafiek laat zien dat de twee economieën in lijn met elkaar liggen en laat de verwevenheid van de economieën zien. De grafiek laat ook de robuustheid en stabiliteit van de economische groei in Zweden zien. Dit vormt een solide fundament voor ondernemingen om duurzaam te blijven investeren en groeien.

Tegelijkertijd is de kredietwaardigheid van Zweden een van de sterkste binnen Europa. De relatief lage schuldenlast geeft de overheid ruime begrotingsruimte en maakt de economie minder gevoelig voor rentestijgingen of externe schokken.



Zweden heeft een van de laagste staatsschulden onder ontwikkelde landen. Bron: [IMF](#) / [CBS](#)

De drie grote kredietbeoordelaars S&P, Moody's en Fitch geven Zweden de maximale score op kredietwaardigheid vanwege deze financiële positie. De score bevestigt het vertrouwen van investeerders in de Zweedse overheidsfinanciën.



Werkloosheid in Zweden ligt hoger dan het Europese gemiddelde. Bron: Refinitiv

De werkloosheid in Zweden (rond 8%) ligt hoger dan het Europese gemiddelde (6%) en ook hoger dan in Nederland (4%). Dit heeft verschillende oorzaken. Ten eerste is de participatiegraad, het percentage volwassenen dat deelneemt aan de arbeidsmarkt, hoog in Zweden, waardoor de werkloosheid relatief hoog lijkt ten opzichte van andere Europese landen. Ten tweede is er een *mismatch* op de arbeidsmarkt door hoge werkloosheid onder jongeren en migranten<sup>2</sup>, zij hebben over het algemeen een achterstand op het gebied van taal en scholing.

Ondanks de relatief hoge werkloosheid kent Zweden meerdere structurele kenmerken van een sterke economie, — van solide publieke financiën en een AAA-kredietstatus tot stabiele groei — waardoor het land een robuuste en voorspelbare basis vormt voor een van onze potentiële beleggingen.

Daarnaast wordt deze economische kracht in belangrijke mate gedragen door een hoog innovatievermogen, waarop we in het volgende onderdeel dieper ingaan.

<sup>2</sup> [Strengthening skills and labour market matching: OECD Economic Surveys: Sweden 2025 | OECD](#)

## Zweedse innovatiekracht

Zoals besproken in het [tweede kwartaalbericht](#) van vorig jaar is innovatie een van de kernpijlers waar wij ons op richten bij investeringen. Zweden is na Zwitserland [het meest innovatieve land ter wereld](#) volgens de World Intellectual Property Organization (WIPO), met bijzonder hoge scores op *Business Sophistication*<sup>3</sup>, *Creative Outputs*<sup>4</sup> en *Human Capital & Research*<sup>5</sup>.

**Table 3 Heatmap: GII 2025 rankings overall and by innovation pillar, 2025**

Economy	Overall GII	Institutions	Human capital and research	Infrastructure	Market sophistication	Business sophistication	Knowledge and technology outputs	Creative outputs
Switzerland	1	3	6	5	3	5	2	1
Sweden	2	12	3	4	9	2	4	2
United States	3	16	13	32	1	1	3	5
Republic of Korea	4	20	1	7	5	4	9	4
Singapore	5	1	2	19	6	3	7	15
United Kingdom	6	25	7	23	4	17	5	3
Finland	7	5	5	3	11	12	8	16
Netherlands (Kingdom of the)	8	11	14	30	12	7	10	6
Denmark	9	2	11	8	16	11	13	9
China	10	44	20	6	13	8	1	14
Germany	11	23	4	28	22	13	11	8
Japan	12	22	18	17	10	6	12	18
France	13	33	15	18	14	14	15	7

*De meest innovatieve economieën in de wereld. Bron: Global Innovation Index Database, WIPO, 2025*

Deze drie sterke scores laten zien dat Zweden beschikt over een uitzonderlijk goed ontwikkeld innovatie-ecosysteem. De combinatie van een hoogopgeleide beroepsbevolking, een intensieve samenwerking tussen bedrijven en kennisinstellingen, en een cultuur waarin creativiteit en ontwerp centraal staan, maakt dat het land structureel in staat is om nieuwe ideeën om te zetten in economische activiteit. Dit blijkt ook uit het succes van de *techhub* in Stockholm. Stockholm heeft na Silicon Valley het hoogste aantal *unicorns* (private bedrijven met een waardering van 1 miljard dollar of meer) per inwoner ter wereld<sup>6</sup>. Het meest recente voorbeeld is het AI-bedrijf [Lovable](#), dat nu wordt gewaardeerd op meer dan \$ 6 miljard. Hiermee is het een van de meest waardevolle start-ups die in de afgelopen jaren is opgericht in Europa. Daarnaast is Stockholm ook de geboorteplaats van muziekstreamingsplatform Spotify en *fintech* bedrijf Klarna.

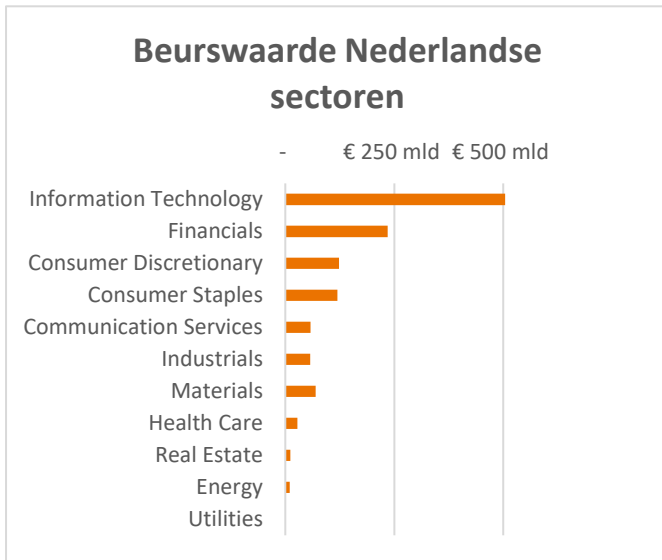
<sup>3</sup> *Business Sophistication* meet in hoeverre bedrijven bijdragen aan innovatie door middel van bedrijfsnetwerken, kennisdeling en investeringen in innovatie.

<sup>4</sup> *Creative outputs* meet in hoeverre een land creatieve producten en diensten voortbrengt die bijdragen aan innovatie zoals merkaanvragen, industriële ontwerpen, design, kunst, etc.

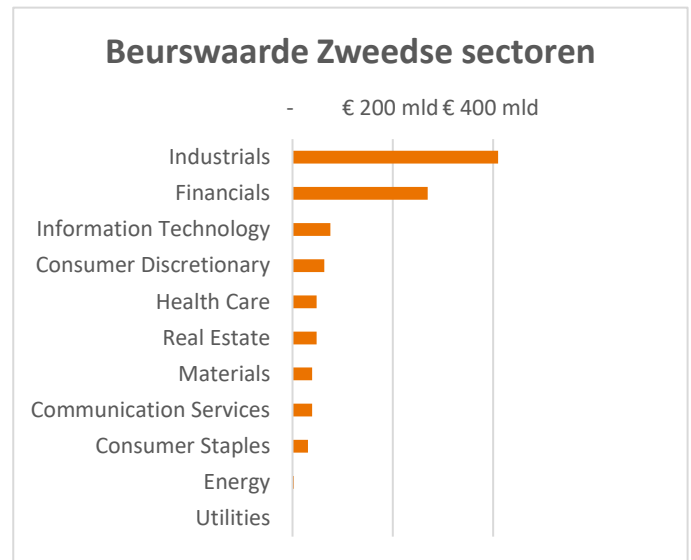
<sup>5</sup> *Human Capital & Research* meet hoeveel een land investeert in onderwijs en onderzoek.

<sup>6</sup> <https://www.eib.org/en/essays/stockholm>

## Karakteristieken Zweedse beurs



Het zwaartepunt op de Nederlandse beurs ligt in de IT-sector. Bron: Refinitiv



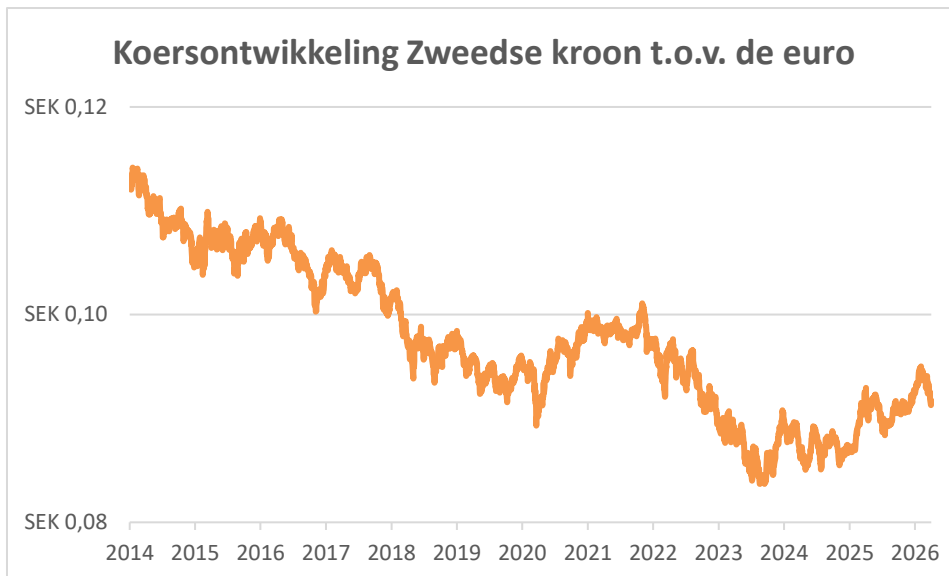
Het zwaartepunt op de Zweedse beurs ligt in de industriële sector. Bron: Refinitiv

We hebben al eerder geconcludeerd dat het aantal beursgenoteerde ondernemingen in Zweden (meer dan 900) veel hoger ligt dan in Nederland (100+), maar dat de gemiddelde beurswaarde per onderneming in Zweden veel lager ligt. In Nederland ligt het zwaartepunt in de IT-sector, met meer dan 40% van de totale Nederlandse beurswaarde, wat voor 99% bestaat uit ASML en onze participaties ASM en Besi. Zweden kent juist een breed gespreide marktstructuur, met een opvallend grote industriële basis. De industriële sector is goed voor ruim 40% van de totale marktwaarde en telt maar liefst 180 beursgenoteerde bedrijven. De grootste Zweedse industriële bedrijven zijn Atlas Copco, Volvo en Sandvik en zijn goed voor 17% van de totale Zweedse beurswaarde.

Als we de grootste bedrijven van Zweden, het investeringsvehikel Investor AB van de familie Wallenberg, tot de industriële sector rekenen, verandert het beeld. Omdat Investor AB voor het grootste deel is geïnvesteerd in industriële ondernemingen zoals Atlas Copco en ABB, stijgt het aandeel van de industriële sector naar 51% van de totale beurswaarde. Ondernemingen in de IT- en gezondheidszorgsector zijn in aantallen (in totaal 350 ondernemingen, oftewel 40% van het totale aantal Zweedse beursnoteringen) talrijk, maar vertegenwoordigen een veel kleiner deel van de totale marktkapitalisatie met 13%. Ook de Zweedse beurs heeft een aantal zeer grote beursgenoteerde bedrijven, maar heeft daarnaast een dynamische midden-markt in verschillende sectoren, terwijl Nederland afhankelijker is van enkele zeer grote internationale spelers.

## Valutarisico

Zweden heeft met een hoog aantal beursgenoteerde bedrijven, een sterke economie en innovatiekracht, een aantal fundamentele factoren die het land interessant maken voor ons als belegger. Echter, we hebben in Zweden te maken met een andere valuta, de Zweedse kroon (SEK), die zowel een positief als negatief effect kan hebben op het rendement. Sinds 2014 is de SEK, ondanks een recente opleving, met ruim 20% gedaald van 0.11 naar 0.091 per euro op 31 maart 2026.



Sinds 2014 is de Zweedse Kroon structureel gedaald ten opzichte van de euro. Bron: Refinitiv

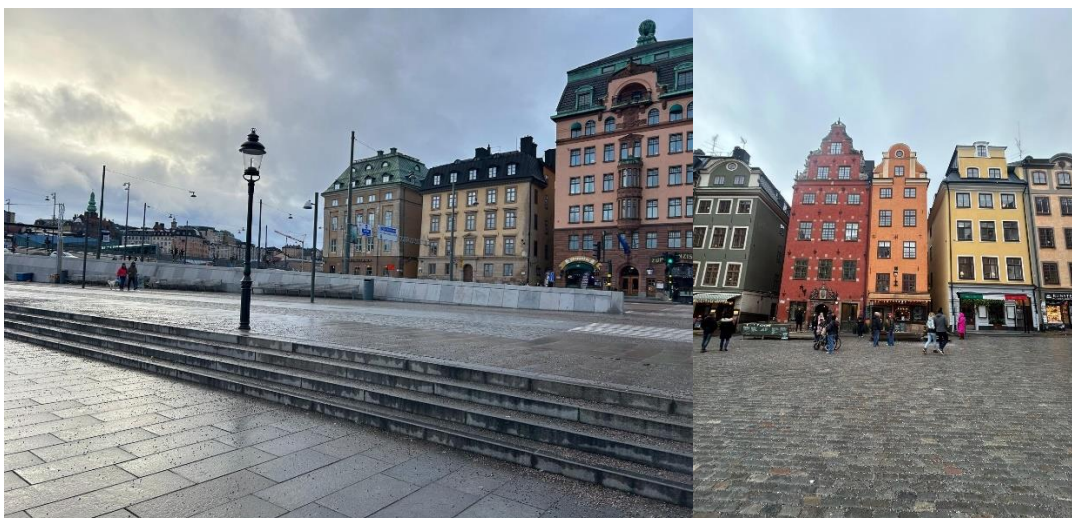
Bij de beoordeling van een investering in Zweden houden wij rekening met het valutarisico. Daarom eisen we een hoger rendement dan ons gebruikelijke streefrendement van tenminste 10% op jaarbasis.

### Bedrijfsbezoeken Stockholm

Na uitvoerig onderzoek naar de Zweedse beurs hebben wij een vijftal kwaliteitsbedrijven geselecteerd die voldoen aan onze investeringscriteria. In begin maart zijn wij naar Stockholm afgereisd om deze bedrijven te bezoeken. Onderdeel van onze werkwijze is dat we de bedrijven en Raad van Bestuur bezoeken alvorens wij een investering doen. We doen deze *business trips* zodat we beter inzicht krijgen in de omgeving waarin de bedrijven werken en het geeft ons een kijkje in hun keuken.

De bezochte bedrijven zijn actief in verschillende industrieën; twee industriële bedrijven, een toeleverancier aan de luchtvaartindustrie, een softwarebedrijf in de gezondheidsindustrie en een bedrijf actief in de veiligheidsindustrie.

We werden bij ieder bedrijf hartelijk ontvangen op hun hoofdkantoor om uitgebreid te spreken met het management, waarvan sommigen ook de oprichters waren. Bij een van de bedrijven waren wij zelfs de eerste buitenlandse investeerder die hun fabriek bezocht. Na de gesprekken met de managementteams kregen we ook rondleidingen door de fabrieken en R&D center, demo's van de software, en werd er bij het veiligheidsbedrijf gedemonstreerd hoe zij hun producten testen.



Beelden van Stockholm. Bron: AVF

## Serial acquirers

De twee industriële bedrijven zijn zogenaamde 'serial acquirers'. Naast organische groei behalen zij een groot deel van hun groei uit acquisities. Door deze strategie hebben ze structureel een dubbelledige groeimachine: zowel organisch als inorganisch. Hoewel wij organische groei prefereren boven groei door acquisities, zijn wij onder de indruk van de acquisitiestrategieën van deze bedrijven.

Deze *serial acquirers* kopen mkb-bedrijven op met een hoge winstgevendheid en een dominante marktpositie. De markten van deze bedrijven zijn beperkt, waardoor de groei laag ligt (rond de 5% gemiddeld). Door de beperkte groei van de onderliggende bedrijven kan de winst worden aangewend voor nieuwe acquisities door het moederbedrijf. De *serial acquirers* vissen in een markt waar de bedrijven zo klein zijn dat er minder prijsconcurrentie is van *private equity*. Daarnaast worden de bedrijven permanent ingelijfd en niet op den duur verkocht. Ook worden de gekochte ondernemingen decentraal geleid en zal het moederbedrijf geen wijzigingen aanbrengen in het bedrijf na acquisitie. Door deze redenen krijgen *serial acquirers* de voorkeur van verkopende partijen (vaak de oprichters die hun bedrijf als hun levenswerk zien) en kunnen bedrijven voor een gereduceerde prijs worden gekocht. Een bijkomend voordeel van de dubbelledige groeimachine is dat deze bedrijven, in tegenstelling tot 'klassieke' industriële bedrijven, door verschillende *cycli* heen kunnen groeien.

De onderliggende bedrijven worden dus decentraal geleid door de managers (vaak de oprichters) en staan operationeel los van de andere bedrijven. Door het decentrale systeem kan de leiding van het moederbedrijf zich focussen op nieuwe acquisities en kunnen zij vele bedrijven inlijven. Het gaat hier om *serial acquirers* met tientallen en soms wel honderden aangekochte bedrijven, vaak verschillende eindmarkten. *Serial acquirers* kennen doorgaans een lager risicoprofiel doordat hun activiteiten zijn gespreid over een groot aantal bedrijven, vaak ieder met een dominante of niche-marktpositie. Deze diversificatie maakt hun kasstromen stabiel en verkleint de afhankelijkheid van de prestaties van één enkele onderneming of sector.

Om het succes van de dubbelledige groeimachine van deze twee bedrijven te duiden, pakken we de winst- en totaalrendement cijfers erbij:

	Gemiddelde jaarlijkse WPA groei	Gemiddelde totaal rendement (tot en met 31-12-2025)
3-jaars	15%	28,3%
5-jaars	20%	21,3%
10-jaars	16%	25%

*De gemiddelde winst per aandeel groei en totaalrendement van de twee bezochte serial acquirers. Bron: Refinitiv*

De winstgroei laat duidelijk zien dat de acquisitiestrategie geen windeieren legt, zeker voor in beginsel industriële bedrijven. Wij geloven dat deze bedrijven een winstgroei van 10% tot 15% de komende jaren kunnen voortzetten. Echter, het totaalrendement is in verschillende perioden hoger dan de winstgroei per aandeel, er heeft dus een *re-rating* van de aandelen plaatsgevonden. Inmiddels liggen de koerswinstverhoudingen van deze bedrijven boven de 30x, wat een stuk hoger is dan wij gewend zijn van industriële bedrijven. Bij een vriendelijkere waardering zijn deze twee bedrijven een mooie aanvulling voor onze portefeuille.

De andere bezochte bedrijven bevinden zich ieder in een totaal andere industrie. Wat ze wel gemeen hebben, zonder een naam prijs te geven, is dat ze allemaal een unieke positie hebben in hun (niche) markt. Ze hebben alle drie een leidende positie, waarbij ze duurzame competitieve voordelen hebben die hun groei en winstmarges beschermen. Daarnaast hebben ze allemaal een (winst-)groeiopotentieel dat hoger is dan onze maatstaf van 10%. Deze bedrijven zijn wat vriendelijker gewaardeerd, met een gemiddelde koerswinstverhouding van rond de 25x. De keerzijde van deze bedrijven is echter hun omvang. Het zijn alle drie bedrijven met een omzet van rond de 100 miljoen euro. Het nadeel van de beperkte omzet is dat deze bedrijven onvoorziene tegenslagen minder goed kunnen verwerken, wat de voortgang van een bedrijf in gevaar zou kunnen brengen.

Uiteraard kunnen kleine bedrijven groot worden en denken wij dat deze bedrijven een mooie toekomst te wachten staat. Echter, voor ons is het momenteel nog te vroeg om in te stappen. Het bezoek was een uitgelezen mogelijkheid om de bedrijven beter te leren kennen. Mochten de bedrijven groeien en volwassener worden, dan hebben wij ons huiswerk alvast gedaan en kunnen we alsnog toeslaan.

Alle bezochte bedrijven, en Zweedse ondernemingen in bredere zin, vertonen eigenschappen die wij hoog in het vaandel hebben. Net als voor Nederlandse bedrijven is de afzet in het thuisland voor Zweedse bedrijven beperkt. Daarom zijn Zweedse bedrijven vaak internationaal gericht: het merendeel van de omzet wordt niet in Zweden, maar op buitenlandse markten gerealiseerd. Daarnaast kenmerkt “*skin in the game*” veel van de ondernemingen die wij spraken. Zowel bestuur als management is in aanzienlijke mate zelf aandeelhouder, wat de belangen met die van overige aandeelhouders nauw verweeft en discipline in kapitaalallocatie bevordert.

Tot slot viel ons bij alle bezoeken de nuchtere, no-nonsense cultuur op die zo kenmerkend is voor de Zweedse bedrijfswereld. Een mentaliteit die wij bijzonder waarderen.



Een door ons bezocht bedrijf demonstreerde een van zijn kernproducten. Bron: AVF

## Conclusie

De Zweedse markt is een vruchtbare markt voor small-cap beleggers. Het land combineert een relatief hoog aantal beursgenoteerde ondernemingen met een sterke beleggingscultuur, toegang voor kleine ondernemingen tot de kapitaalmarkt en een innovatieve economie die stevast nieuwe groei bedrijven voortbrengt. Deze combinatie heeft geleid tot een brede midden-markt. Tegelijkertijd erkennen wij ook de keerzijde: de relatief kleine schaal van veel ondernemingen en het valutarisico van de Zweedse kroon vragen om zorgvuldige selectie en een hogere rendementseis.

Onze reis naar Stockholm laat zien dat Zweden meerdere bedrijven herbergt die passen binnen onze beleggingsfilosofie en -criteria. De bezochte bedrijven, van industriële *serial acquirers* tot marktleiders in nichesegmenten, beschikken over duurzame competitieve voordelen en aantrekkelijke vooruitzichten. Hoewel momenteel de waarderingen aan de hoge kant zijn en de schaal van de bedrijven te beperkt is om direct toe te treden, zien wij in Zweden een kansrijke vijver voor toekomstige nieuwe participaties. Door nu al de bedrijven, hun strategieën en hun managementteams goed te leren kennen, vergroten we de kans om op het juiste moment toe te slaan in de toekomst.

Zweden deelt bovendien meerdere kwaliteiten met Nederland: een sterke innovatiekracht, hoogwaardig onderwijs, internationaal gerichte bedrijven en een no-nonsense cultuur die strookt met onze filosofie. Het land vormt daarmee een aantrekkelijke markt waarin wij de komende jaren actief en zorgvuldig zullen blijven zoeken naar nieuwe participaties. Wij blijven daarbij uiterst selectief, kritisch en geduldig!

---

## Vooruitzichten 2026

---

Nadat Amerika en Iran op donderdag 8 april een wapenstilstand bereikten van twee weken, veerden de wereldwijde aandelenbeurzen sterk op. De beurskoers van Add Value Fund steeg op die bewuste dag met bijna 5%, een ongeziene koersstijging zonder overname in portefeuille. Hoelang de wapenstilstand stand houdt, is niet te voorspellen, maar de dalende olie- en gasprijzen en kapitaalmarktrentes zorgen voor opluchting bij beleggers.

Ondanks dat we de economische impact van de oorlog in het Midden-Oosten nog moeilijk kunnen inschatten, zijn de directe gevolgen op de *business* van onze onderliggende participaties naar onze mening zeer beperkt.

### **“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”**

De vooruitzichten voor onze twee grootste participaties qua portefeuilleweging, chipmachinemakers ASM en Besi, zijn volgens ons nog steeds uitstekend. Dit werd vandaag weer bevestigd door het meest waardevolle beursbedrijf (> € 500 miljard!) van Europa, de Nederlandse chipmachinefabrikant ASML, die de omzetverwachting voor dit jaar verhoogde naar € 36 tot € 40 miljard (was € 34 tot € 39 miljard). Daarnaast gaf het bedrijf aan dat de vraag naar microchips nog steeds het aanbod ruimschoots overstijgt en dat hun klanten, en dus ook die van ASM en Besi, hun kapitaaluitgaven en productiecapaciteit willen verhogen (lees: meer chipmachines).

Dit komt overeen met de vooruitzichten die ASM al bij hun record jaarcijfers van 2025 hebben gegeven. De absolute wereldmarktleider in ALD-chipmachines verwacht namelijk een hogere omzet in het tweede kwartaal dan het eerste kwartaal van 2026 van circa € 830 miljoen. Daarnaast zal de omzet in de tweede jaarhelft nog hoger zijn dan de eerste jaarhelft van 2026. Ook Besi heeft via een uitzonderlijk hoge *Book-to-Bill ratio* van 1,5, dus 50% meer orders dan omzet, in het vierde kwartaal van 2025 impliciet aangegeven dat de komende kwartalen erg goed zullen worden.

Dus ondanks de geopolitieke spanningen in de wereld blijven wij onverminderd positief gestemd over de winstvooruitzichten en het groeipotentieel van onze participaties. Dat er tussentijds forse correcties zullen plaatsvinden sluiten we niet uit en geeft ons juist kansen als langetermijnbelegger.

Vanaf morgen komen onze participaties met hun definitieve eerste kwartaalcijfers naar buiten en zoals gezegd kijken wij daar met vertrouwen naar uit.

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding voor 2026 van 19,4 en een gewogen dividendrendement van 2,1%.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Amsterdam, 15 april 2026

**Netto totaalrendement incl. herbeleggen van dividenden:**

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX
Startdatum	1 februari 2007	<b>cum. 534,5%</b>	<b>247,7%</b>	<b>140,1%</b>	<b>307,9%</b>
Fondsvermogen	€ 163,3 mln	2026 7,9%	1,2%	3,3%	3,4%
Beurskoers	€ 117,03	2025 13,6%	11,2%	14,9%	26,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 116,68	2024 -0,7%	14,7%	-7,4%	9,3%
Aantal uitstaande aandelen	1.399.930	2023 29,7%	17,3%	3,0%	5,0%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2022 -23,9%	-11,4%	-10,5%	-11,8%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2021 56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Valuta	EUR	2020 20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
ISIN Code	NL0009388743	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%

**Dividend**

Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,75
Ex-dividend datum	13 mei 2025
Dividendbeleid en -historie	<a href="#">Zie website</a>

**Rating**

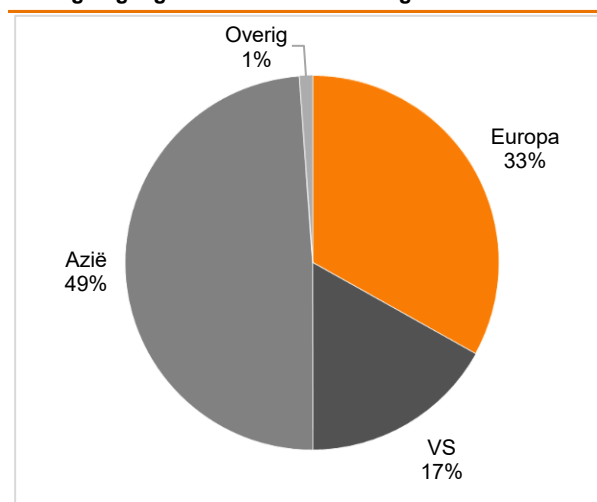
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Gold
Morningstar Sustainability Rating	🌍🌍🌍🌍🌍

**Geannualiseerd netto rendement**

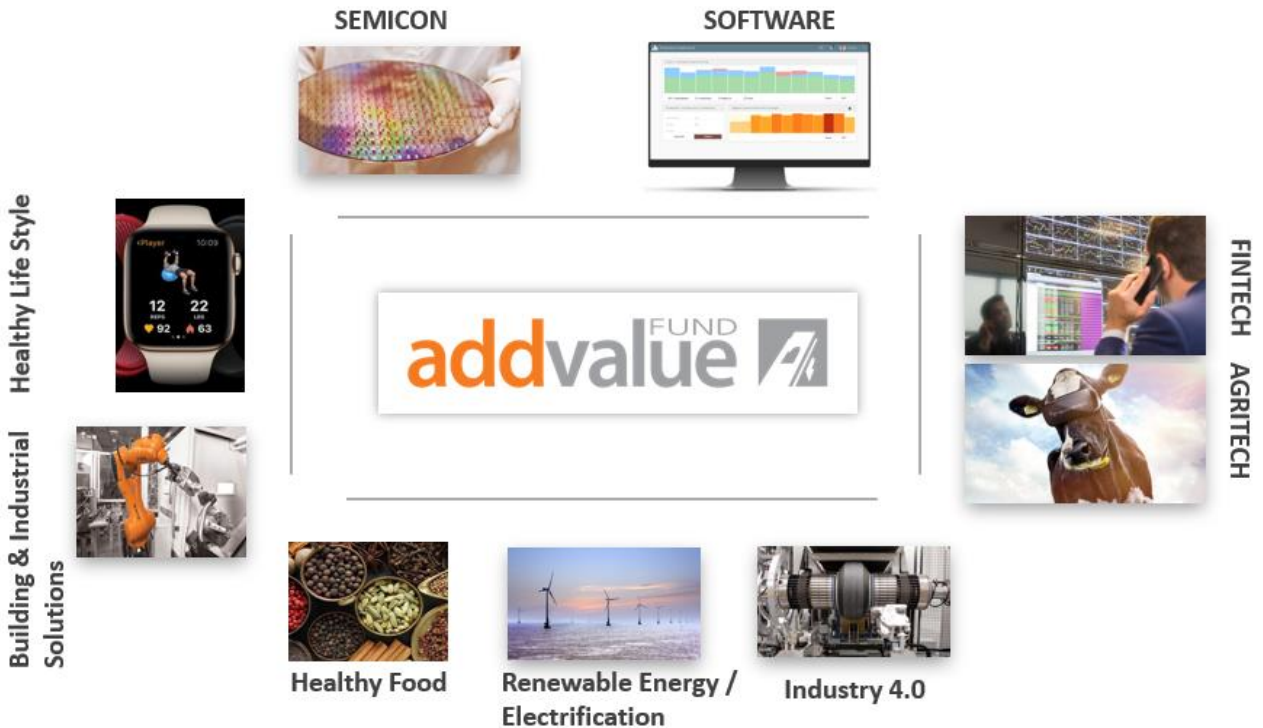
	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	Sinds start
Add Value Fund	30,5%	8,7%	9,4%	13,2%	10,1%
AMX-index	16,4%	3,0%	1,8%	6,6%	4,7%

Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum: 31-03-2026, Na kosten;  
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie [addvaluefund.nl/rendementen](http://addvaluefund.nl/rendementen)

Fondskarakteristieken	AVF	AMX	Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
Schuld ratio	0,2	2,9	> € 5 miljard	38,2%	52,3%
% Positieve maanden	60,4%	59,6%	> € 2 miljard	4,5%	26,1%
% Positieve jaren	73,7%	68,4%	> € 1 miljard	27,7%	20,6%
Maximale drawdown	-56,6%	-64,2%	> € 500 miljoen	6,1%	1,0%
% Jaren outperformance	72,2%		< € 500 miljoen	21,6%	0,0%
Active share vs. AMX	89,3%				
Standaard deviatie (10 jaar)	18,2%	17,6%			
Top-3 holdings % van totaal	53,0%	38,2%			
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	10,3%				
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,8%				
Beta (5 jaar)	0,79				
Beta (sinds begin)	0,87				
Sharpe ratio (5 jaar)	0,58	0,20			
Sharpe ratio (sinds begin)	0,81	0,75			

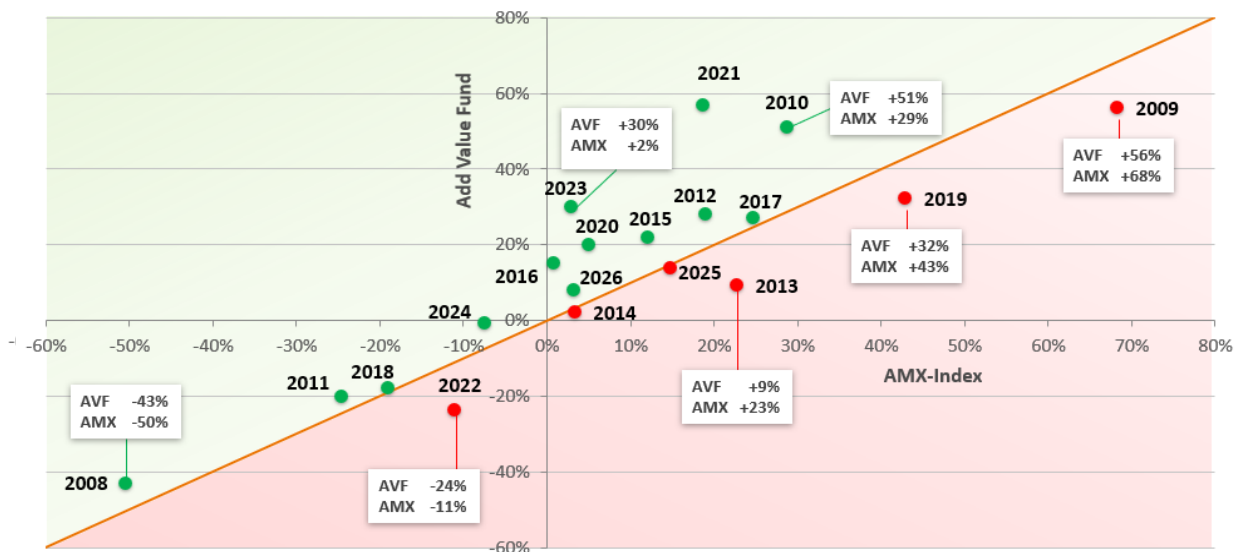
**Gewogen geografische omzetverdeling**

**Waardering**

	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding <sup>2025</sup>	22,1	12,5
Koers/winst-verhouding <sup>2026</sup>	19,4	11,1
Dividendrendement <sup>2025</sup>	2,3%	4,8%
Dividendrendement <sup>2026</sup>	2,1%	3,3%



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.