

**MIDLIN**  
**Kwartaalbericht Q2**

**2025**  
**2026**



## 20 jaar Midlin: een bewezen trackrecord in duurzame waardecreatie

- **Rendement:** Midlin sluit de eerste twee kwartalen van het boekjaar 2025/2026 af met een rendement van -1.9%.
- **Langetermijn:** Sinds oprichting heeft Midlin een gemiddeld rendement van 6,2% per jaar behaald; over de afgelopen 10 jaar bedraagt dit 7,7%
- **Portefeuille:** Nieuwe aanwinst voor Midlin: Azelis
- **20 jaar Midlin:** deze zomer staan wij graag samen stil bij het 20-jarig bestaan van Midlin

## Rendement en sentiment

In het tweede kwartaal van boekjaar 2025/2026, dat loopt van 1 januari 2026 tot en met 31 maart 2026, daalde de waarde van een certificaat Midlin met 2,6% naar €214,33. Europese small caps\* daalde in dezelfde periode met 2,8%. Beide rendementen zijn berekend op basis van herbelegd dividend. Het rendement over de eerste twee kwartalen van het boekjaar 2025/2026 komt daarmee uit op -1,9%.

De grootste uitslagen van het rendement van het afgelopen kwartaal kunnen met name worden toegeschreven aan de waardedalingen van Redcare Pharmacy (-43%), Arcadis (-23%) en Nedap (-12%). Dit ondanks positieve bijdragen van Aixtron (+89%), SUSS (+25%) en Kendrion (+21%).

Europese aandelen sloten het eerste kwartaal van 2026 negatief af, met name als gevolg van aanhoudende geopolitieke spanningen. Deze spanningen bleven in het eerste kwartaal hoog, met name in het Midden-Oosten. Escalaties in de regio zorgden voor grote onzekerheid rond de stabiliteit van energie-aanvoer en belangrijke handelsroutes. Dit leidde tot schommelingen in olie- en gasprijzen en verhoogde transportkosten, met name door verstoringen rond strategische zeeroutes. Vooralsnog bleven de directe effecten op de wereldhandel beperkt, maar de onzekerheid werkte wel door in investeringsbeslissingen, het beurssentiment en de energie- en industriële markten.

Kunstmatige intelligentie bleef een belangrijke drijver van verschillen tussen de sectoren.

Bedrijven die direct profiteren van investeringen in AI-infrastructuur, zoals halfgeleider- en hardware producenten, presteerden sterk. Dit kwam ook tot uiting in de goede prestaties van onze portefeuillebedrijven Aixtron en SUSS.

Tegelijkertijd bleef het sentiment in de softwaresector zwak als gevolg van zorgen over AI-disruptie en toenemende concurrentie. Wij denken dat investeerders moeite hebben om onderscheid te maken tussen bedrijven die kunnen profiteren van nieuwe AI-toepassingen en bedrijven die juist te maken krijgen met toenemende concurrentie. Wij delen later in dit kwartaalbericht onze visie op de impact van AI op de softwaresector.

## Fondsgelateerde ontwikkelingen

In de afgelopen kwartalen hebben wij een nieuwe positie opgebouwd in **Azelis**, een Belgische distributeur van specialty chemicals. Een nadere toelichting op onze nieuwste investering tref je op de volgende pagina aan.

De jaarlijkse algemene ledenvergadering vond plaats op woensdag 11 februari op Parc Broekhuizen in Leersum. Alle agendapunten werden met een ruime meerderheid aangenomen. Gastspreker Joep van Beurden, CEO van Kendrion, gaf een interessante bedrijfspresentatie over de toepassing en kansen van AI in de producten van het bedrijf. De introductie van keuzedividend bij Midlin dit jaar, waarmee dividend eenvoudig en kosteloos geherinvesteerd kan worden, bleek een succes: meer dan 30% besloot om het dividend te herinvesteren in het fonds.

Op korte termijn zal je een uitnodiging ontvangen voor de Buitengewone Algemene Vergadering ('BAV') van Midlin, die begin mei zal plaatsvinden. Deze vergadering wordt bijeengeroepen naar aanleiding van het voorstel om mevrouw A.L. Metz te herbenoemen als lid van de Raad van Commissarissen, alsmede naar aanleiding van het voorstel de statuten te wijzigen wegens recent aangepaste wetgeving.

We zijn voornemens deze vergadering schriftelijk te laten verlopen. Je hoeft daarom niet fysiek aanwezig te zijn. We hopen dat je je stem wil uitbrengen met een digitale volmacht in MijnTeslin.

### Ontwikkelingen bij een aantal bedrijven

In de afgelopen periode hebben wij met Midlin een nieuw belang opgebouwd in **Azelis**, een Belgische distributeur van specialty chemicals in zowel life sciences als industriële eindmarkten. Het bedrijf opereert in een niche binnen de chemiesector en fungeert als tussenpartij tussen chemieproducenten en een sterk gefragmenteerde klantenbasis.

Specialty chemicals onderscheiden zich van bulkchemicaliën doordat zij niet primair op prijs en beschikbaarheid worden verkocht, maar op basis van functionaliteit, prestaties en specifieke toepassingen. Waar bulkchemicaliën vooral gestandaardiseerde producten zijn en gekenmerkt worden door hoge volumes en sterke prijsconcurrentie, liggen de volumes bij specialty chemicals lager en de marges hoger dankzij hun specialistische karakter, technische toegevoegde waarde en exclusiever aanbod.

Distributeurs spelen een cruciale rol in deze markt. Voor grote chemieproducenten is het inefficiënt om de vele kleinere klanten te bedienen, terwijl deze klanten juist afhankelijk zijn van distributeurs voor de (vaak) exclusieve toevoer van chemicaliën en de technische expertise voor het samenstellen van formuleringen.

Via de ontwikkeling van formuleringen kan Azelis veel waarde toevoegen voor haar klanten. Denk hierbij aan ingrediënten voor voeding, persoonlijke verzorging of industriële toepassingen waarbij specifieke prestaties vereist zijn, zoals een receptuur voor bosbessen muffins of een speciale verf die goed bestand is tegen zonlicht. Nadat Azelis deze formuleringen heeft ontwikkeld, doorgaans samengesteld uit specialty componenten van verschillende leveranciers waarvoor het bedrijf het exclusieve distributiemandaat heeft, kan het de betreffende producten vervolgens jarenlang aan haar klanten verkopen.

Na een sterke groeiperiode na de COVID-19-pandemie, waarin verstoringen in wereldwijde toeleveringsketens de vraag naar distributeurs versterkten, heeft Azelis recent een moeilijkere fase doorgemaakt. Dit was met name het gevolg van voorraadafbouw bij klanten en toegenomen macro-economische onzekerheid door de in 2025 aangekondigde handelstarieven onder Donald Trump. Wij zien momenteel echter een aantrekkelijk instapmoment in dit hoogwaardige bedrijf, omdat wij vertrouwen hebben in een herstel van de marktgroei en in voortzetting van de acquisitieve groei,

ondersteund door het sterke cashflow-genererende karakter van Azelis. Bovendien vinden wij de waardering aantrekkelijk ten opzichte van sectorgenoten, ondanks een vergelijkbaar financieel profiel en operationele prestaties.

**WashTec** ontwikkelt zich gestaag en realiseerde in 2025 een recordomzet, met ook een verdere verbetering van de winstgevendheid. Voor 2026 wordt opnieuw gerekend op groei van omzet en marges. WashTec heeft een voorspelbaar bedrijfsmodel, dat wordt ondersteund door het groeiende aandeel terugkerende omzet uit service en consumables (onder andere reinigingsmiddelen). Het aandeel van terugkerende omzet steeg van 43.9% in 2024 naar 45.1% in 2025. De belangrijkste markt Europa ontwikkelt zich sterk, terwijl Noord-Amerika achterblijft door lagere verkopen van nieuwe installaties. Het verlengen van een belangrijk contract met een grote internationale klant onderstreept dat de strategische positie in Noord-Amerika behouden blijft en ruimte biedt voor herstel.

Hoewel de investeringsbereidheid van klanten gevoelig blijft voor macro-economische ontwikkelingen, wordt WashTec dankzij het toenemende aandeel terugkerende omzet minder afhankelijk van nieuwe installaties. De onderliggende trends in de markt en de sterke marktpositie van WashTec bieden een solide basis voor verdere groei. Daarnaast keert WashTec een aantrekkelijk dividend uit van €2,50 per aandeel, wat voor ons een belangrijk onderdeel van het rendement vormt.

**Arcadis** liet over 2025 teleurstellende resultaten zien, mede als gevolg van een zwak vierde kwartaal. De organische omzet daalde met 0,5%, terwijl de operationele winstmarge terugliep van 11,6% naar 11,1%. De groei in wateractiviteiten, energietransitie en klimaatadaptatie werd overschaduwed door tegenwind in de vastgoedtak, met name in Canada, en het aftopen van grote infrastructuurprojecten.

Voor 2026 verwacht het bedrijf een vlakke organische omzetgroei en een verbetering van de winstmarge. De orderportefeuille blijft met €3,9 miljard robuust en de orderintake in het vierde kwartaal was goed, onder meer dankzij nieuwe opdrachten voor datacenters en farmaceutische bedrijven. Het bedrijf verwacht echter dat deze gewonnen opdrachten pas in de tweede helft van 2026 omzet zullen genereren.

Management neemt daarnaast maatregelen door het personeelsbestand te reduceren in activiteiten met beperkte groeivoorzichten, terwijl juist wordt geïnvesteerd in capaciteit binnen groeisegmenten. Deze beslissingen worden inmiddels genomen door inkomend CEO Heather Polinsky, die Alan Brookes in maart opvolgde. Polinsky is al 30 jaar werkzaam bij Arcadis en geeft sinds 2023 leiding aan de meest winstgevende en snelst groeiende divisie, Resilience. Zij heeft de ambitie de commerciële focus van Arcadis te versterken en de organisatiecultuur, die momenteel sterk technisch georiënteerd is, hier beter op aan te laten sluiten, onder meer door middel van een nieuw beloningsmodel.

De verdere invulling van deze strategische richting en nieuwe financiële doelstellingen zal eind 2026 worden toegelicht tijdens een Capital Markets Day. Wij beoordelen het trackrecord van Heather Polinsky als sterk en achten de eerste acties van het management logisch. Tegelijkertijd zijn wij van mening dat het vertrouwen eerst moet worden herwonnen door consequent te leveren op de gedane toezeggingen.

Softwarebedrijven stonden de afgelopen maanden negatief in de schijnwerpers als gevolg de snelle ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie. Onze beursgenoteerde software investeringen in **IVU Traffic Technologies** en **Nedap** zagen beide hun waarde dalen in het afgelopen kwartaal, al waren de verliezen relatief bescheiden ten opzichte van de brede sector, waar scherpe koersdalingen geen uitzondering waren.

De softwaresector bevindt zich in een nieuwe fase, waarin kunstmatige intelligentie de manier verandert waarop software wordt gebruikt en waarde creëert. Waar eerdere generaties draaiden om infrastructuur, applicaties en data, verschuift de focus nu naar systemen die processen aansturen en taken uitvoeren. Deze verschuiving heeft geleid tot een duidelijke verandering in sentiment onder beleggers. De aandacht is verplaatst van groeikansen naar risico's, zoals toenemende concurrentie, prijsdruk en mogelijke verschuivingen in marktaandeel. Dit resulteerde in een brede daling van waarderingen binnen de sector, ondanks stabiele operationele prestaties voor veel bedrijven.

Beleggers richten zich daarbij op drie belangrijke risico's. Ten eerste kan AI de rol van traditionele software als primaire interface verminderen, doordat AI-agents taken rechtstreeks uitvoeren. Ten tweede kan softwareontwikkeling sneller en goedkoper

worden, waardoor producten eenvoudiger te repliceren zijn en differentiatie afneemt. Ten derde kan automatisering leiden tot een lager aantal gebruikers per klant, wat druk zet op het traditionele licentie- en seat-based verdienmodel. Deze factoren verklaren de recente sectorbrede correctie en de beperkte differentiatie in waarderingen.

Tegelijkertijd betekent deze technologische verschuiving niet dat (alle) bestaande softwarebedrijven hun positie verliezen. Historisch gezien weten sterke spelers zich aan te passen aan nieuwe technologieën. De impact van AI verschilt per bedrijf en hangt af van de positie in de waardeketen. Bedrijven met diep geïntegreerde oplossingen, toegang tot eigen data en sterke klantrelaties hebben een betere uitgangspositie. Concurrentievoordelen verschuiven richting het vermogen om processen te sturen, data te benutten en toepassingen te integreren in bedrijfsprocessen. Bedrijven die hier snel op inspelen, kunnen hun positie behouden of zelfs versterken.

Wij zijn ervan overtuigd dat op langere termijn de vraag naar software blijft groeien, mede doordat digitalisering nog in een vroege fase zit en een groot deel van IT-systemen nog niet is gemoderniseerd. AI versnelt deze ontwikkeling, maar verandert waar waarde ontstaat en hoe deze wordt verdeeld. De recente correctie in waarderingen biedt daardoor selectief kansen bij bedrijven met sterke concurrentieposities en aanpassingsvermogen. Tegelijkertijd verwachten wij dat de verschillen binnen de sector verder toenemen, waarbij niet alle bedrijven in gelijke mate profiteren van deze nieuwe fase.

Onze eigen sectoranalyse bevestigt het beeld dat de impact van AI niet uniform is voor softwarebedrijven, en in veel gevallen juist waarde kan toevoegen. **IVU** opereert in een sterk geïntegreerde, procesgedreven omgeving waarin software een centrale rol speelt in planning, advies en uitvoering. In deze workflow kan AI de waarde van het bestaande platform vergroten en de positie in de waardeketen versterken. **Nedap** profiteert van een vergelijkbare dynamiek, waarbij de combinatie van hardware, software en domeinspecifieke data AI-toepassingen mogelijk maakt die de toegevoegde waarde richting klanten vergroten. Tegelijkertijd blijven wij alert op bedrijven waar delen van de softwarestack gevoeliger zijn voor commoditisering of druk op seat-based modellen. Per saldo verwachten wij dat onze portefeuillebedrijven goed gepositioneerd zijn, mits zij AI effectief integreren in hun productaanbod en hun rol in kritische processen behouden of versterken.

De koers van **Aixtron**, de Duitse machinebouwer voor de halfgeleiderindustrie, is het afgelopen jaar aanzienlijk gestegen. Dit komt doordat de markt enthousiast is geworden over de groeivoorzichten van Aixtron voor de komende jaren. Met de machines van Aixtron worden voor verschillende eindmarkten chips gemaakt. Met name door de investeringsgolf in datacenters, gedreven door de opkomst van artificiële intelligentie, ziet Aixtron de vraag in de segmenten powerelectronics en optoelectronics de komende jaren sterk aantrekken.

Datacenters verbruiken grote hoeveelheden elektriciteit, waardoor een efficiëntere energieomzetting cruciaal is. In dit kader winnen chips op basis van Gallium Nitride (GaN) en Silicon Carbide (SiC), geproduceerd met machines van Aixtron, marktaandeel ten opzichte van traditionele siliciumchips. Deze materialen zijn energiezuiniger en beter bestand tegen hoge spanningen en temperaturen, wat ze bijzonder geschikt maakt voor toepassingen in energiebeheer binnen datacenters.

Daarnaast neemt door de opkomst van kunstmatige intelligentie de hoeveelheid data die binnen datacenters wordt verwerkt en verzonden sterk toe. In toenemende mate worden hiervoor lasers ingezet, waarbij lichtsignalen via glasvezel aanzienlijk sneller en efficiënter zijn dan elektrische signalen via koper. Producenten van lasers opereren momenteel op volle capaciteit en zijn voor de komende jaren uitverkocht. NVIDIA heeft daarom omvangrijke investeringen aangekondigd om de productiecapaciteit van deze technologie verder uit te breiden. Als dominante leverancier van productiemachines in deze optoelectronics eindmarkt profiteert Aixtron van deze ontwikkeling.

Wij beschouwen deze ontwikkelingen als een bevestiging van onze investeringscase, die wordt versneld door de opkomst van kunstmatige intelligentie. Hoewel 2026 naar verwachting een overgangsjaar zal zijn met vlakke omzetontwikkeling, voorzien wij vanaf 2027 een duidelijke versnelling van de groei.

### Vooruitzichten

De Midlin portefeuille bestaat voornamelijk uit kwaliteitsbedrijven met een sterke concurrentiepositie. De bedrijven hebben gezonde balansen, weinig schulden (een groot gedeelte is volledig schuldenvrij) en stabiele kasstromen, waardoor ze goed bestand zijn

tegen economische schommelingen, bijvoorbeeld als gevolg van (de impact van) hogere olie- en gasprijzen. Door onze actieve en betrokken rol, blijven we goed geïnformeerd over de meest recente ontwikkelingen bij onze portefeuillebedrijven.

Wij blijven de portefeuille in 2026 actief beheren. Momenteel bouwen wij een belang af dat niet langer voldoet aan onze selectiecriteria. Daarnaast streven wij ernaar de kwaliteit en diversificatie van de portefeuille verder te verbeteren en nieuwe deelnemingen toe te voegen.

Geopolitieke spanningen zullen naar verwachting blijven leiden tot aanhoudende volatiliteit op de Europese aandelenmarkten. Ondanks deze spanningen verwachten we voor 2026 dubbelcijferige winstgroei van de portefeuillebedrijven, ondersteund door vraagherstel en een scherpere kostenfocus bij een aantal cyclische bedrijven. De waardering van zowel de portefeuille als Europese small caps in het algemeen achten wij momenteel laag, wat een aantrekkelijk uitgangspunt vormt voor verdere waardegroei. Met het 20-jarig bestaan in zicht kijken wij met vertrouwen vooruit.

Maarsbergen, april 2026

Teslin Capital Management BV

**Martijn de Haas**

Fondsmanager Midlin

Midlin

QTD:  
-2,6%

Boekjaar 2025/26:  
-1,9%

# Factsheet Midlin NV (per 31 maart 2026)

## Kwartaalontwikkelingen: kwartaal 2, boekjaar 2025/2026

### Top-3 weging

1	Acomo
2	Fagron
3	Nedap

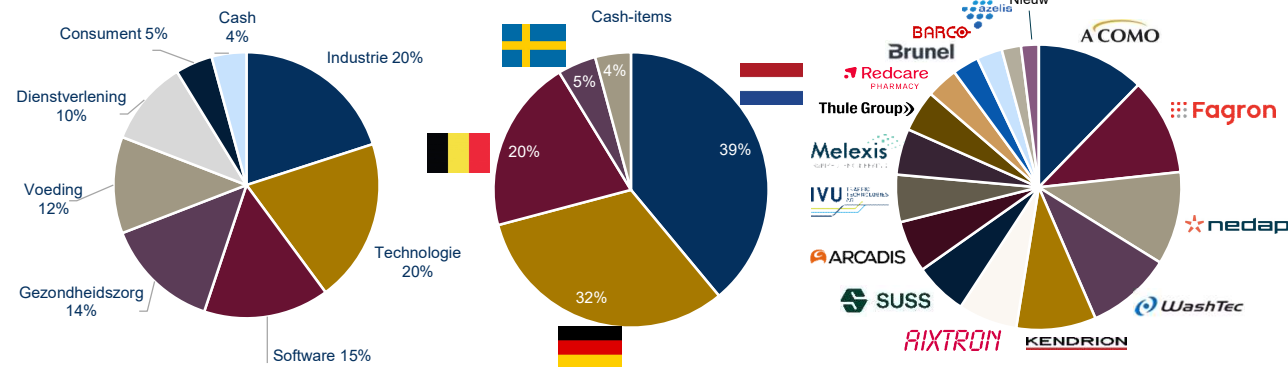
### Top-3 stijgers

		%	Attributie
1	Aixtron	89%	€ 4.7m
2	Suess Microtec	25%	€ 1.6m
3	Kendrion	21%	€ 1.6m

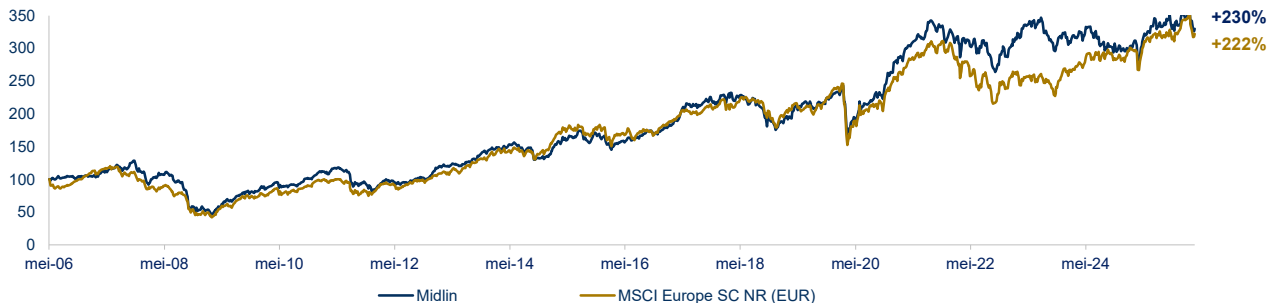
### Top-3 dalers

		%	Attributie
1	Nieuw belang	(43%)	(€ 1.5m)
2	Redcare Pharmacy	(43%)	(€ 2.6m)
3	Arcadis	(23%)	(€ 1.7m)

## Fondsverdeling



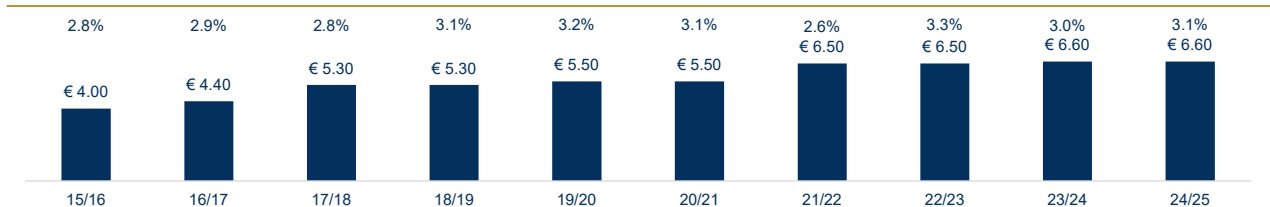
## Rendement (inclusief herbelegd dividend)



	3M	YTD (boekjaar)*	1Y	5Y	10Y	Sinds oprichting
Midlin NV	(2.6%)	(1.9%)	10.9%	1.9%	7.7%	6.2%
MSCI Europe SC NR (EUR)**	(2.8%)	0.6%	11.7%	3.4%	6.7%	6.1%

\* Midlin heeft een gebroken boekjaar (oktober-september)

## Dividend: uitkering per aandeel & rendement



\*\* Midlin wordt niet beheerd met referentie aan de MSCI Europe SC NR benchmark (de 'benchmark'). De opbrengsten en kosten van Midlin houden geen verband met deze benchmark. De beheerder van Midlin denkt dat een risico-rendement-profiel van een investering in Midlin grofweg lijkt op een investering in de onderliggende waarden van de benchmark en denkt dat de weergave van de benchmark in dit document informatief zou kunnen zijn voor investeerders. Aan het gebruik van deze benchmark kunnen geen rechten worden ontleend.

## Midlin

## Belangen

Acomo NV	Kendrion NV
AIXTRON SE	Melexis NV
Arcadis NV	Nedap NV
Azelis Group NV	Redcare Pharmacy NV
Barco NV	SUSS SE
Brunel International NV	Thule Group AB
Fagron NV	WashTec AG
IVU Traffic Technologies	Nieuw belang (in opbouw)

## Algemene informatie

<b>Beleggingsstijl:</b>	Fundamentele analyse gecombineerd met betrokken aandeelhouderschap
<b>Focus:</b>	Midlin neemt substantiële belangen in small- en mid caps uit Nederland, België, DACH-regio, Finland, Scandinavië, het Verenigd Koninkrijk en Ierland met een marktkapitalisatie tot € 5 miljard bij aanvang van de investering
<b>Investeringsstermijn:</b>	Lange termijn zonder exit verplichting
<b>Rendement:</b>	Beoogt gemiddeld jaarlijks rendement te behalen van 10% op de lange termijn
<b>Oprichting fonds:</b>	10 mei 2006, eerste uitgifte € 100 per certificaat
<b>Waardering:</b>	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
<b>Verhandelbaarheid:</b>	Midlin is een open-end fonds waar investeerders wekelijks kunnen toetreden
<b>Kosten toetreding:</b>	0,5% (ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
<b>Kosten uittreding:</b>	0,5% (ten gunste van het fonds ter dekking van de transactiekosten)
<b>Management fee:</b>	1,2% per jaar
<b>Performance fee:</b>	12,5% indien de intrinsieke waarde hoger is dan de jaarlijks met 5% toenemende high watermark
<b>Dividend:</b>	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten, eens per jaar uitgekeerd. Midlin streeft ernaar het jaarlijks dividend minimaal gelijk te houden.
<b>Management:</b>	Teslin Capital Management BV
<b>Rapportage:</b>	Maandelijks factsheets, kwartaalberichten en jaarverslag
<b>Administrateur/ bewaarbank/bewaarder:</b>	BNP Paribas SA, Netherlands Branch
<b>Accountant:</b>	KPMG Accountants NV
<b>ISIN code:</b>	NL0000683985
<b>LEI code:</b>	724500Q6DGVG4BZI7105
<b>Morningstar rating:</b>	****



Teslin Capital Management BV  
Woudenbergsesweg 11  
3953 ME Maarsbergen  
info@teslin.nl  
Tel. + 31 (0)343 55 44 49

## Disclaimer

Raadpleeg het informatiememorandum van Midlin en het essentiële informatiedocument voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Midlin houdt als actieve aandeelhouder belangen in Europese small caps. Midlin is opgenomen als beleggingsinstelling in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten.

In dit document worden resultaten van Midlin getoond. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Voor alle toekomstgerichte verklaringen in dit kwartaalbericht geldt dat deze naar hun aard risico's en onzekerheden inhouden. Sommige van deze risico's en onzekerheden liggen binnen de invloedssfeer van de Beheerder, maar andere niet. De uiteindelijke gebeurtenissen en omstandigheden waarnaar wordt verwezen kunnen materieel afwijken van die beschreven in de toekomstgerichte verklaringen en dit kan een negatief effect hebben op de waarde van uw belegging.



