

TESLIN
PARTICIPATIES
Kwartaalbericht Q4

2025



Teslin Participaties sluit een jaar van herbalanceren met succes af

- **Rendement:** Teslin Participaties sluit 2025 af met een rendement van 12,5% en een rendement van +/- 1,8% in het vierde kwartaal.
- **Langetermijn:** Het jaarlijks rendement sinds oprichting bedraagt 9,0% (na kosten).
- **Portefeuille:** In 2025 hebben wij Accell en HyET volledig afgeschreven, TomTom en CM.com verkocht en een nieuwe positie in Corbion aangekocht. Daarnaast hebben wij nog één belang in opbouw.

Beste mede-investeerder,

In het vierde kwartaal van 2025 sluit Teslin Participaties een jaar af met veel verschuivingen in de portefeuille. Ook was het een jaar waarin macro-economische en politieke ontwikkelingen de markten sterk beïnvloeden. Dit alles is in mindere mate terug te zien in een prima jaarrendement van 12,5% voor het fonds, tegenover 14,3% voor de AMX en 26,3% voor de AScX. In de portefeuille is gedurende 2025 veel gebeurd. Het positieve rendement over 2025 is met name toe te schrijven aan bijdragen van Nedap (+72%), Kendrion (+51%) en Acomo (+49%). De voornaamste negatieve bijdragen in de portefeuille kwamen van Accell (volledig afgeschreven), CM.com (-21%) en NX Filtration (-18%). Het gewogen rendement van de publieke belangen in het fonds kwam daarmee boven de 20% uit.

In 2025 hadden tegenwerkende effecten impact op de aandelenkoersen. Enerzijds verminderde de inflatieangst en verlaagden de belangrijkste centrale banken stelselmatig hun rentevoet. De ECB verlaagde de rente in de eerste helft van het jaar in een rap tempo van 3,0% naar 2,0%. Deze renteverlagingen waren positief voor de koersen van industriële bedrijven en de bankensector, met name in de eerste helft van het jaar. Anderzijds laaide een wereldwijde handelsoorlog op die resulteerde in hogere tarieven voor Europese exporteurs. Daarnaast werden de winstverwachtingen van industriële bedrijven gedrukt door hoge energiekosten en strenge milieuwetgeving. Naast deze ontwikkelingen hadden de investeringen die in 2025 gedaan werden in AI-infrastructuur veel invloed op de markt. Deze

investeringen werken door in de hele keten: van chipmachinebouwers tot energiebedrijven. Hoewel onze bedrijven weinig directe AI-blootstelling hebben, gebruiken zij AI in hun bedrijfsvoering en productontwikkeling.

In het vierde kwartaal verandert het beeld maar deels. Zo houdt de ECB sinds juni 2025 haar rentes stabiel en lijkt de Europese Commissie een sterkere urgentie te voelen haar industrie te willen beschermen. ESG-rapportageverplichtingen zijn afgezwakt en nationale overheden pogen met maatregelen hun economieën verder aan te jagen. Door de politieke impasse in Nederland ontbreekt deze impuls momenteel nog op de Nederlandse beurs. Onze portefeuille is in het vierde kwartaal nauwelijks geraakt door deze ontwikkelingen en daarom voerden bedrijfsspecifieke ontwikkelingen de boventoon in een vlak kwartaal.

Fonds gerelateerde ontwikkelingen

Wij hebben in 2025 de portefeuille actief aangepast. Wij bouwden TomTom en CM.com volledig af, omdat zij niet voldeden aan onze aangescherpte investeringscriteria en wij onvoldoende verbetering zagen. Daarnaast is onze positie in Accell volledig afgeschreven. Hoewel wij denken dat Accell de juiste stappen zet, zet aanhoudende malaise in de fietsenmarkt, met name in Duitsland, de kaspositie van het bedrijf onder druk. Wij blijven Accell als betrokken aandeelhouder steunen waar mogelijk, maar de toekomst blijft onzeker.

Wij verkochten ons belang in CM.com in het vierde kwartaal. Door toenemende concurrentie verbeteren de financiële resultaten maar langzaam, wat voor CM kan resulteren in liquiditeitsproblemen per eind 2026 of 2027. Daarom verkochten wij ons gehele belang in één keer toen die mogelijkheid werd geboden. Daarentegen zullen wij onze positie in Accsys, een belang dat nog niet volledig voldeed aan onze criteria, wel aanhouden. Het bedrijf zet de juiste stappen. De fabriek in Kingsport USA laat in 2025 goede resultaten zien in opschaling van de productie en verkoop. Door deze stappen verbetert het financiële profiel van de onderneming waardoor wij veel vertrouwen hebben in de verdere ontwikkeling van het bedrijf. Wij verwachten daarmee dat Accsys op korte termijn beter scoort op onze criteria.

Hiermee is de lijn van herbalanceren die wij eind 2024 hebben beloofd in een versneld tempo uitgevoerd. Destijds gaven wij aan dat per december 2026 minimaal 80% van de portefeuille weer moet voldoen aan onze aangescherpte criteria. Door de bovenstaande ontwikkelingen en de goede resultaten bij bedrijven zoals Nedap, Kendrion en Acomo voldoet nu bijna 90% van onze portefeuille aan onze investeringscriteria met een goede risico-rendementsverhouding. Ook de nieuwe investeringen, waaronder Corbion, voldoen aan deze criteria. Het belang in Corbion, waarvan wij nu ongeveer 3,5% van het aandelenkapitaal in bezit hebben, is tijdens de afgelopen twee kwartalen opgebouwd tegen aantrekkelijke koersen. Later in dit bericht delen we een beknopte analyse waarom we enthousiast zijn over deze nieuwe investering.

Fondsgelateerde ontwikkelingen

De houtveredelaar **Accsys** presenteerde op 25 november resultaten over de eerste helft van haar gebroken boekjaar (eindigend op 30 september). De groepsomzet inclusief joint-venture steeg met 21% naar € 90 miljoen, waarbij de omzet in Verenigde Staten met 61% steeg. Over de gehele breedte stegen de volumes met 22%. Accsys heeft de prijzen ook licht kunnen verhogen. In een uitdagende bouwsector onderschrijft dit de kracht van het premium product. Daarnaast verbeterde de genormaliseerde operationele winst met 160% naar € 10m. Dit komt door blijvende sterke prestaties in Europa en het opschalen van de productie in de VS. De onderneming wil de komende jaren structureel meer volume verkopen in de VS, de grootste houtmarkt ter wereld. Omdat er nog flinke volumegroei uit de bestaande productiecapaciteit in de VS behaald kan worden geeft dit voldoende groeipotentieel met beperkt risico. Wij staan daarom achter de strategie van het bestuur om zich de komende tijd eerst te richten op het volledig vullen van de bestaande capaciteit in de VS. Tegelijk zien wij ook dat Accsys vanuit de juiste commerciële strategie in de VS sneller groeit dan verwacht. Daarom kijken we samen met het bestuur naar de juiste timing voor verdere uitbreiding van de productie in de Verenigde Staten op de middellange termijn.

Technologiebedrijf **Nedap** presenteerde op 16 oktober haar trading update over

het derde kwartaal. Het bedrijf rapporteerde een versnelling in de omzetgroei van 15% in dit kwartaal ten opzichte van 9% in de eerste helft van 2025. Daarnaast steeg de toegevoegde waarde van 71% naar 73%. Deze verdere stijging in winstgevendheid is een belangrijk signaal dat de klanten van Nedap bereid zijn om te betalen voor de producten die het bedrijf uit Groenlo de afgelopen jaren heeft ontwikkeld. Het bedrijf heeft in deze tijd de juiste stappen gezet om haar sterke positie te realiseren, soms met tijdelijk achterblijvende winstgevendheid als gevolg. Op dit moment plukt het bedrijf daar de vruchten van. Naast de goede ontwikkelingen heeft Ruben Wegman aangekondigd per de aankomende AvA te stoppen als CEO van Nedap. Na een uiterst succesvolle periode als CEO (sinds 2009) laat Ruben een robuust bedrijf achter zich dat goed is gepositioneerd om de komende jaren verder winstgevend door te groeien. Wij danken Ruben voor zijn inzet en resultaten als CEO van Nedap. Met een gemiddeld jaarlijks rendement van meer dan 15% tijdens zijn termijn schaaft hij zich in het rijtje van top-CEO's, waaronder Richard Blickman van Besi. Rob Schuurman, de huidige CCO, is de beoogde opvolger van Ruben. Wij zijn enthousiast over zijn kandidatuur. Een interne kandidaat past bij Nedap en wij kennen Rob goed. Gedurende zijn lange staat van dienst bij Nedap heeft hij een leidende rol gehad bij meerdere ontwikkelingen, zoals Retail en Healthcare, die drijfveren zijn geworden van het huidige succes van Nedap. Tijdens het bedrijfsbezoek aan Nedap op 3 december heeft hij overigens zijn visie voor de komende jaren al met ons en de meegereisde investeerders kunnen delen. Wij kijken daarom met veel vertrouwen naar zijn periode aan het roer.

Vooruitzichten

In 2025 verbeterden wij de portefeuille door onze herbalanceringsstrategie versneld uit te voeren. Wij hebben daarom veel vertrouwen in de bedrijven die hun plek in de portefeuille hebben behouden. De vooruitzichten zijn hier positief, en wij verwachten gemiddeld een dubbelcijferige operationele winstgroei voor de hele portefeuille, gedreven door bedrijfsinitiatieven en langdurige groeitrends, ondanks macro-economische onzekerheid. Daarnaast vinden wij de waarderingen van onze deelnemingen op dit moment aantrekkelijk. In aanvulling zien wij strategische ontwikkelingen die op korte-middellange termijn tot verdere waarde-ontsluiting kunnen leiden, onder meer bij TKH en Kendrion. Wij zijn hier dan ook nauw bij betrokken om ervoor te zorgen dat de juiste stappen worden gezet die zullen bijdragen aan het rendement van het fonds. Wij zien daarom de potentie om in 2026 een aantrekkelijk rendement te realiseren.

Maarsbergen, Januari 2026,

Johan Terpstra

Fondsmanager Teslin Participaties

Teslin
Participaties

QTD:
-1,8%

Boekjaar 2025:
+12,5%

Factsheet Teslin Participaties (per 31 december 2025)

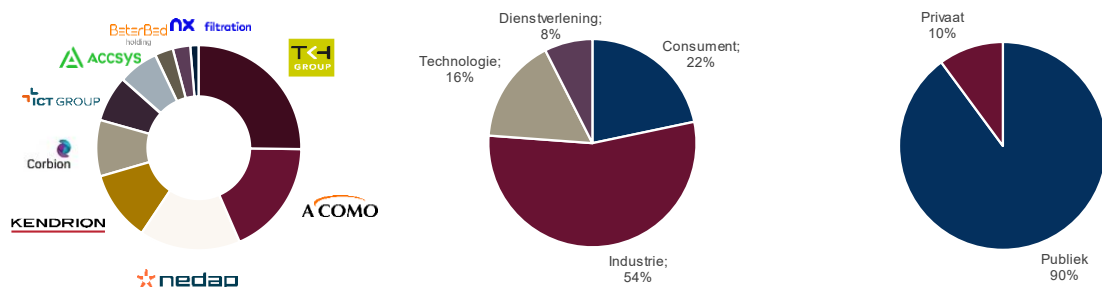
Kwartaalontwikkelingen: kwartaal 4, boekjaar 2025

Top-3 weging	
1	TKH Group NV
2	Amsterdam Commodities NV
3	Nedap

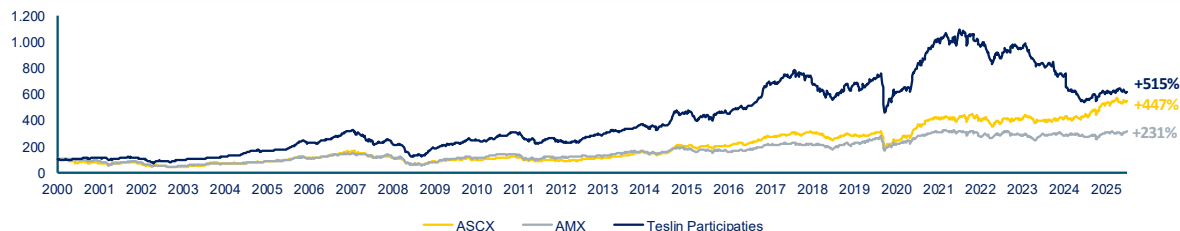
Top-3 stijgers	%	Attributie
1	Corbion	13,4% € 1,3m
2	Belang in opbouw	7,7% € 0,8m
3	Kendrion NV	6,4% € 2,9m

Top-3 dalers	%	Attributie
1	Accell Group	-/- 100,0% (privaat)
2	ICT Group (delisted)	-/- 21,5% (privaat)
3	Accsys Technologies PLC	-/- 7,5% -/- € 2,1m

Fondsverdeling

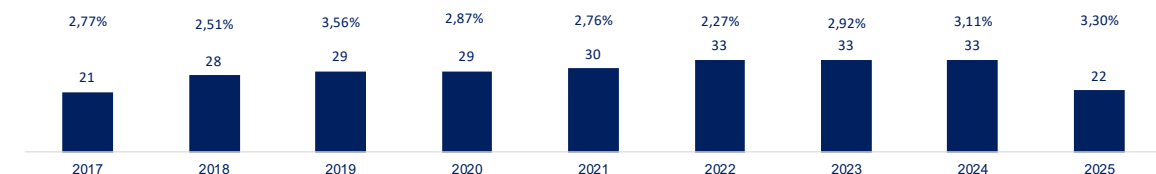


Rendement (inclusief herbelegd dividend)



	3M	YTD	1Y	5Y	10Y	Sinds oprichting
Teslin Participaties	(1,8%)	12,5%	12,5%	(5,2%)	3,3%	9,0%
ASCX & AMX (50/50)**	0,4%	20,3%	20,3%	5,9%	7,5%	n.m.

Dividend: uitkering per aandeel & rendement



** Teslin Participaties wordt niet beheerd met referentie aan de ASCX of AMX benchmarks (de 'benchmark'). De opbrengsten en kosten van Teslin Participaties houden geen verband met deze benchmark. De beheerder van Teslin Participaties denkt dat een risico-rendement-profiel van een investering in Teslin Participaties 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.

Belangen

Teslin Participaties	
Accsys Technologies PLC	Kendrion NV
Amsterdam Commodities NV	Nedap
Beter BED Holding NV	NX Filtration NV
Corbion	TKH Group NV
ICT Group	Belang in opbouw

Algemene informatie

Beleggingsstijl:	Fundamentele analyse gecombineerd met betrokken aandeelhouderschap
Focus:	Teslin Participaties investeert in belangen van 5% tot 30% in Nederlandse small en mid caps met een marktkapitalisatie bij aanvang van de investering tot € 2 miljard
Investeringsstermijn:	Lange termijn zonder exit verplichting
Rendement:	Beoogt gemiddeld jaarlijks rendement te behalen van 10% op de lange termijn
Oprichting fonds:	1 juli 2017 (samenvoeging Darlin (1992) & Todlin (1998)), eerste uitgifte € 1.000 per certificaat
Waardering:	Eenmaal per week, op de laatste handelsdag
Verhandelbaarheid:	Teslin Participaties is een zogenaamde open-end beleggingsinstelling. Voor meer informatie over de verhandelbaarheid refereren wij naar de prospectus van het fonds op onze website
Management fee:	0,7% per jaar
Performance fee:	12,5% over winst boven 5,7% jaarlijkse hurdle. Alleen bij realisatie winst door verkoop
Dividend:	Alle contant ontvangen dividenden worden na aftrek van kosten, eens per jaar uitgekeerd. Teslin Participaties streeft ernaar het jaarlijks dividend minimaal gelijk te houden.
Management:	Teslin Capital Management BV
Rapportage:	Kwartaal-, halfjaarbericht en jaarverslag
Administrateur/ bewaarbank/bewaarder:	BNP Paribas SA, Netherlands Branch
Accountant:	KPMG Accountants NV
ISIN code:	NL0012650485
LEI code:	7245001MVNX7G2QRUB69



Teslin Capital Management BV
Woudenbergseweg 11
3953 ME Maarsbergen
info@teslin.nl
Tel. + 31 (0)343 55 44 4

Corbion: Marktleider in fermentatie tegen een aantrekkelijke prijs

Teslin Participaties heeft recent een belang opgebouwd in Corbion. Het in Gorinchem gevestigde Corbion vindt zijn oorsprong in de Centrale Suiker Maatschappij en is uitgegroeid tot wereldwijd marktleider in fermentatie op basis van suiker. Vanuit deze technologische kerncompetentie zet het bedrijf suiker om in hoogwaardige functionele ingrediënten. De activiteiten zijn geconcentreerd rond de productie van melkzuur(afgeleiden) en Omega 3 algenolie.

Corbion bedient met deze producten meerdere eindmarkten die profiteren van langjarige structurele trends, waaronder een groeiende welvaart, de toenemende aandacht voor gezondheid, voedingskwaliteit en de zoektocht naar alternatieve materialen voor medische oplossingen. Het zwaartepunt van de omzet ligt bij melkzuur, goed voor ongeveer zestig procent van de totale opbrengsten. Corbion heeft in dit segment een marktaandeel van circa vijftig procent in pure productie en is daarmee onbetwist wereldmarktleider. De toepassingen zijn breed en divers, variërend van voedselconservering en persoonlijke verzorging tot medische toepassingen en bioplastics. Dit resulteert in een goed gespreide afzetbasis met defensieve eindmarkten en langdurige klantrelaties.

De toetredingsdrempels in deze markt zijn hoog. Fermentatieprocessen zijn complex, kapitaalintensief en vragen diepgaande kennis die over decennia is opgebouwd. Corbion combineert dit met schaalvoordelen en strategisch gepositioneerde productielocaties dicht bij goedkope en betrouwbare suikerbronnen. Het is daarbij een van de weinige spelers die op grote schaal de hoogste kwaliteit van melkzuur kostenefficiënt kan produceren. Dit vertaalt zich in structureel kostenleiderschap en stabiele marges.

Naast melkzuur heeft Corbion de afgelopen jaren een sterke positie opgebouwd in Omega 3 algenolie. Dit product geldt als duurzaam alternatief voor visolie, een markt die steeds nadrukkelijker tegen ecologische en fysieke grenzen aanloopt. Corbion is inmiddels de grootste producent van algen gebaseerde Omega 3 wereldwijd. De groei wordt gedreven door structurele tekorten aan visolie en toenemende aandacht voor duurzame voedselketens, met name in voeding en aquacultuur.

Corbion beschikt over een winstgevend businessmodel met een operationele winst van ruim € 100 mln en een solide kasstroom. Het is daardoor in staat stabiel stijgend dividend uit te keren. De afgelopen jaren stonden in het teken van een omvangrijke investeringscyclus. Met name de nieuwe melkzuurfabriek in Thailand is daarbij van belang. Deze fabriek geldt als de meest geavanceerde in zijn soort en biedt duidelijke operationele hefboomwerking bij verdere volumegroei.

Teslin beoordeelt een onderneming altijd langs een vaste set investeringscriteria die strategische, financiële en governance aspecten omvat. Corbion scoort goed binnen dit kader. Het bedrijf beschikt over een sterke en verdedigbare concurrentiepositie in aantrekkelijke eindmarkten waarin het solide cashflows uit wederkerende-omzetstromen genereert. Nu de zware investeringsfase grotendeels achter de rug is, wordt bovendien steeds duidelijker hoeveel operationele hefboom en extra kasstroompotentieel de huidige operatie in zich heeft.



Figuur 1 – Melkzuurfabriek in Thailand

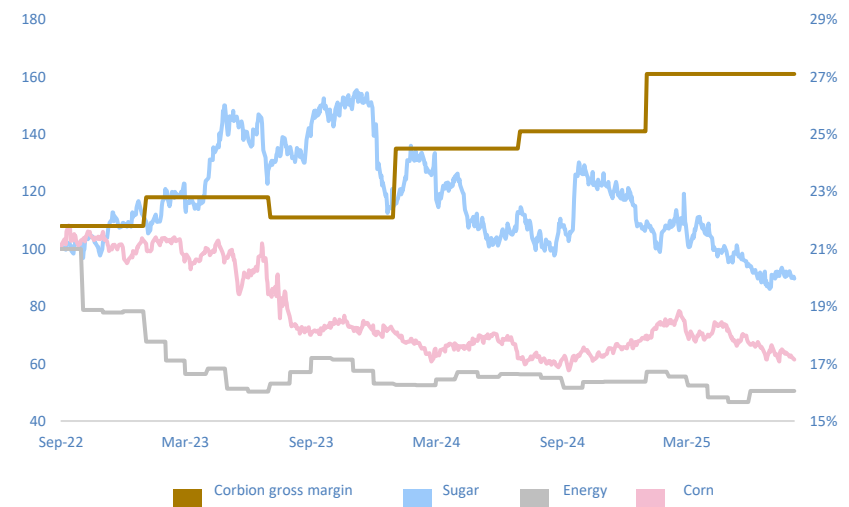
Corbion: Waarom nu?

Wij hebben een groot deel van ons huidige belang in het derde en vierde kwartaal van 2025 opgebouwd tegen aantrekkelijke koersen. Een aantal ontwikkelingen werkt momenteel in het voordeel van Corbion. Ten eerste zijn suikerprijzen sinds 2023 fors gedaald. Omdat suiker een belangrijke input is die maar deels wordt doorgeprijsd, werkt dit direct door in de marge.

Ten tweede zijn energie en overige productiekosten afgenomen, wat het kostenplaatje verder normaliseert na de uitzonderlijke inflatiefase. Ten derde loopt een aantal interne kostenprogramma's, waardoor verbeteringen niet alleen van de markt hoeven te komen. En tot slot is een belangrijk deel van de investeringscyclus achter de rug. Dat verschuift de nadruk van investeren naar oogsten, met een vrije kasstroom die in de komende jaren structureel kan aantrekken.

Ondanks deze verbeterende fundamentals loopt de waardering van Corbion naar onze mening nog achter bij de ontwikkelingen in het bedrijf. De waardering van de voedsel ingrediënten-sector is flink gedaald en op dit moment op een dieptepunt beland. Deze lage waardering wordt grotendeels gedreven door een brede voorraadafbouw in de sector sinds 2023, hogere energieprijzen in Europa en toenemende concurrentie van Chinese alternatieven in zowel de chemische als voedingsingrediënten-sector. Daarnaast was de waardering van deze sector na de coronaperiode flink opgelopen.

Wij denken dat Corbion beter beschermd is tegen deze ontwikkelingen, omdat het haar productiecapaciteit al op de juiste locaties heeft gevestigd. Daardoor kan het vanuit kostenleiderschap opereren in de productie van haar basismaterialen, melkzuur en Omega 3 algenolie. Dit biedt véél ruimte voor herwaardering naarmate de resultaten en kasstromen aantrekken. Wij zagen daarom de kans ons belang op te bouwen tegen een aantrekkelijke waardering op het moment waarop een aantal externe factoren weer in het voordeel van Corbion lijken te draaien.



Figuur 2 - Inputprijzen en brutomarge ontwikkeling

Voor ons is Corbion daarmee een goed voorbeeld van een Nederlands bedrijf met veel potentie door haar sterke marktposities in structurele groeimarkten en een vooruitzicht op operationele verbetering. Tijdens de Capital Market Day van november heeft het management verder aangegeven zich te richten op het cash-generatie en kleinere groei-investeringen. Naast deze goede ontwikkelingen is er nog genoeg ruimte voor verbetering. Het vooruitzicht op verdere operationele verbeteringen is veelbelovend, zeker tegen de huidige waardering, maar het management heeft grotere strategische stappen tot dusver vermeden. Wij zien hier nog additionele potentie om op de lange termijn waarde te creëren voor alle stakeholders van Corbion. Als aandeelhouder zullen wij daarom nauw betrokken zijn bij de volgende fase van Corbion. Concluderend zijn wij enthousiast over onze investering in Corbion omdat we een belang aan de portefeuille hebben kunnen toevoegen dat voldoet aan veel van onze investeringscriteria. Wij hebben onze positie daarbij kunnen aankopen tegen een aantrekkelijke waardering die een rendementsperspectief biedt ruim boven onze hurdle. We hebben daarom vertrouwen dat Corbion een goede toevoeging zal zijn aan de portefeuille van Teslin Participaties.



Figuur 3 – Koers- en multiple ontwikkeling Corbion en voedselingsrediënten peers

Disclaimer

Teslin Participaties houdt als constructieve, betrokken en actieve aandeelhouder substantiële belangen in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Teslin Participaties is opgenomen als beleggingsinstelling in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten.

Raadpleeg het prospectus van Teslin Participaties en het essentiële informatiedocument voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

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



