

Quinten Hafkamp: Welkom weer terug bij een nieuwe Deep Dive analyse. Mijn naam is Quinten. Het is vandaag 13 januari en voor onze eerste Deep Dive in het nieuwe jaar duiken wij in Chapters Group, een zogeheten serial acquirer. Of eigenlijk het kopen van andere bedrijven als verdienmodel. En dan kunnen jullie al bijna wel raden wie mij en Rowan komt vergezellen. Dat is namelijk niemand minder dan Michael Gielkens van Tresor Capital, de expert op dit gebied. Laten wij van start gaan.

Rowan Nijboer: Let's go!

Quinten Hafkamp: Rowan, ik heb het nog even teruggezocht en eind vorige maand hadden we in de community nog even gepeild welke bedrijven leden graag terug wilden zien in de Deep Dives. Nu weet ik dat Chapters heel hoog scoorde in die peiling. En toen dacht jij: ja, dan moet ik gelijk Michael maar weer gaan berichten.

Rowan Nijboer: Ja, want Chapters stond toevallig ook hoog op mijn verlanglijstje. Ja, en wie wil je daar anders voor hebben dan Michael Gielkens? Ik was met hem bij de Investor Day in Hamburg. Nou heb ik niet zo'n hotline met de CEO Jan Mohr. Want vanochtend, echt vlak voor de podcast, belde Michael: Ik wil eigenlijk nog even twee dingen weten. Kunnen we de podcast niet vertragen naar vrijdag? Ik zei: ja, liever niet. En toen zei hij eigenlijk van: ja, ik bel Jan Mohr anders wel even. Misschien pakt hij gelijk wel op. Nou ja, wat blijkt? Jan pakt op en een uurtje later zitten wij alsnog deze podcast op te nemen. Dus ja, iemand die zo dicht bij het management zit, bij zo'n relatief klein bedrijf waar veel gebeurt, dan wil je gewoon Michael Gielkens hier aan tafel hebben. Dus leuk dat je er bent Michael.

Michael Gielkens: Dank voor de uitnodiging. Leuk om over Chapters te sparren. En dankzij Jan weet ik nog net iets Mohr. Dus dat is in ieder geval een mooie kick-off.

Quinten Hafkamp: Ja, en veel leden zullen er al wel mee bekend zijn vanwege Topicus in jouw portefeuille ook Rowan. Maar voor degene die dat niet zijn, een serial acquirer, wat doen die precies?

Rowan Nijboer: Ja, die kopen dus andere bedrijven. Dat is de kern van hun business. En we weten allemaal, de wetenschap wijst uit dat 70 à 80 procent van de overnames mislukt. Want er wordt altijd te veel betaald en dergelijke. Maar er is één categorie die extra goed presteert en die het als het ware systematisch of programmatisch doen. En daar ben ik groot fan van. En je hebt ze in allerlei soorten en maten. Nou, ik heb toevallig Topicus in mijn portefeuille. Maar ja, we hebben eerder een Deep Dive gedaan over Vitec Software, ook een soortgelijk bedrijf. En nu dus Chapters Group. Dat erg op Topicus lijkt, dus vanuit dat perspectief heel interessant. Maar er zijn toch ook wel grote verschillen.

Quinten Hafkamp: Nou, dan maar gelijk over naar Chapters Group. Want hoe lang bestaan ze al?

Michael Gielkens: Chapters draait terug al vanaf 1998 ongeveer. Toen had je bedrijf Medical Columbus, dat was ziekenhuissoftware. Maar dat is eigenlijk pas het eerste chapter van het

boek, om het zo te noemen. En een kleine tien jaar of acht jaar geleden ongeveer, toen besloot men om de business te verkopen. Jan Hendrik Mohr, dat was een van de aandeelhouders. Hij had een beleggingsfonds JMX en daarmee had hij aandelen van het bedrijf Medical Columbus. Op een gegeven moment hebben ze besloten om de operational business, eigenlijk de software, om die divisie te verkopen. En opeens had je een zak geld. Dan kan je twee dingen doen. Je kan het geld uitkeren aan de aandeelhouders en zeggen: oké, we gaan het bedrijf van de beurs halen, we gaan het bedrijf opdoeken. Of je gaat het bedrijf ombouwen tot een operating business. En het interessante is dat Jan Mohr Warren Buffett eigenlijk lang als een soort voorbeeld heeft gehad. En ja, als holdingmaatschappij is dat natuurlijk een hele interessante business. En hij komt eigenlijk tot de conclusie: opeens heb ik een beursgenoteerd bedrijf en een zak geld en ik heb ervaring met investeren, kunnen wij daar misschien iets meer van maken? Toen werd Medical Columbus omgedoopt tot Medicon, en een paar jaar later weer omgedoopt tot Chapters Group, eigenlijk met het idee dat het een boek is met meerdere hoofdstukken. En ze zijn toen begonnen met het kopen van meerdere bedrijven. Oplossingen voor MKB-ondernemers die misschien geen opvolger hadden, Duitse middenstandsbijdragen. Maar al vrij snel kwamen ze tot de conclusie dat software en vertical market software, dat dat een superieur businessmodel is. En het werd eigenlijk al vrij snel de target om steeds meer van deze digitale bedrijven toe te voegen aan de portefeuille.

Quinten Hafkamp: En anno nu dan Rowan? Hoeveel bedrijven bezitten ze dan? Hoeveel dochterbedrijven?

Rowan Nijboer: Ja, 60 plus alweer. Je raakt de tel bijna kwijt, want het tempo zit er flink in. Zeker het afgelopen jaar. Ik zag net een persbericht dat Topicus TSS 23 bedrijven had gekocht in 2025. Nou, naar schatting heeft Chapters er ook in ieder geval 20 gekocht het afgelopen jaar. En dat is best wel opgeschaald. In 2024 zaten ze nog op 14 stuks. Dus op de een of andere manier, wat je wel eens ziet bij serial acquirers, dat een paar stuks wel lukt per jaar. Misschien drie, misschien vier, misschien vijf. Maar om dan naar tien, naar twintig te gaan, dat vergt echt een hele andere aanpak, een hele andere structuur. Want dan ben je het dus echt systematisch planmatig aan het doen. En dat tempo zitten ze dus ja, nu al. Ondanks dat hun hernieuwde strategie, zoals Michael eigenlijk zegt, zich pas drie jaar geleden echt langzaam gevormd heeft naar het puur kopen van VMS-bedrijven.

Quinten Hafkamp: Ja, en die VMS-bedrijven, wat is daar dan zo bijzonder of interessant aan?

Michael Gielkens: Daar kunnen we de hele podcast over volpraten, maar laat ik het proberen een beetje beknopt te houden. Kijk, het interessante is natuurlijk, software is een heel interessant businessmodel. Ik denk dat iedereen dat wel weet. Recurrente omzet, hoge marges. Het is vaak een relatief klein onderdeel van de totale omzet van de klant qua kosten. Dus vaak minder dan 1% van de omzet wat je aan onderhoudskosten kwijt bent. Maar het is wel mission critical, letterlijk. Het is cruciaal voor het succesvolle opereren van het bedrijf. Het interessante van vertical market software in tegenstelling tot horizontale software. Horizontaal kan je het beste vergelijken met bijvoorbeeld Microsoft Excel. Of je nou een ziekenhuis bent

of een nagelstudio hebt of een golfbaan, je gebruikt Excel. In de meeste gevallen doen de mensen dat gebruiken voor hun boekhouding of dat soort zaken. Je kunt het in alle sectoren toepassen. Vertical market software, dat is software die speciaal ontwikkeld is voor één niche sector. Denk aan Spaanse bibliotheken, denk aan software voor Finse saunaproductie. Ik verzin het ter plekke. Maar het kan ook van grotere instellingen zijn: software voor ziekenhuizen, software voor het registreren van wapens, software voor symfonieorkesten. En dan komen we bij Chapters alweer terug, een van hun dochterondernemingen. Dus dat zijn veel kleinere markten, die voor de grotere softwarespelers minder interessant zijn. Ze kunnen daar eigenlijk niet met schaalvoordelen werken. Dus omdat het relatief kleine markten zijn, heb je vaak maar een handvol spelers die daarin actief zijn. Dus het is vaak een oligopolistische markt, of je hebt zelfs een monopolie. Ja, en dat versterkt eigenlijk het concurrentievoordeel van vertical market software. En als je dan een bedrijf als een Topicus of een Chapters hebt, waar je tientallen van dit soort bedrijven samen hebt die relatief weinig correlatie hebben met elkaar qua eindmarkten. Dan heb je dus op holdingniveau een hele mooie intern gespreide portefeuille.

Rowan Nijboer: Ja, weinig aan toe te voegen. Het is gewoon het perfecte businessmodel wat dat betreft. Het probleem is alleen dat wij als beleggers dat soort kleine bedrijven die Michael noemt, dat Symphony, die maken van software voor professionele orkesten, die kunnen wij op de beurs niet kopen. Dus daar hebben we gelukkig wel een vehikel voor, zoals een Topicus of een Chapters. Ja, en de loyaliteit van die klanten, dat is gewoon zo insane. Bij Chapters, al die bedrijven samen, 97% van de klanten die blijft dat jaar daarop ook klant. Als Chapters helemaal niks doet. Dat is de hoogste gross retention die je moet hebben. Dan zit je boven een Salesforce, boven een Klaviyo. Boven een Rowan Nijboer Beleggen. Ja, kijk, bij ons lidmaatschap, als een lid even een slechte dag heeft, of een lid denkt even: oh, die kop van Rowan staat me niet aan, dan drukken ze op de stopknop. Ik wil stoppen en dan kom je nooit terug. Maar zo werkt het natuurlijk niet bij een professioneel orkest van André Rieu, die even zijn hele HR daarop managt. Ja, daar kan je niet zomaar vanaf. Dan stort je hele kern van je business in. En de kern van de business met je data daarin over je klanten en dergelijke. Ja, daar kun je niet vanaf. Dus wat dat betreft is dat de heilige graal. En je hebt serial acquirers in allerlei facetten en dingen, iedereen zoekt zijn eigen niche. Maar qua... ik vind dit wel, Michael ik weet niet hoe jij het ziet, maar dit is de niche der niches. En dit is ook misschien wel de enige waar je echt makkelijk naar honderd, tweehonderd, misschien wel duizend bedrijven kan schalen. Het is niet makkelijk hoor, maar het is makkelijker omdat die bedrijven wel cash blijven genereren doordat die klanten zo loyaal zijn.

Michael Gielkens: Die recurrente inkomstenstroom, dat maakt het gewoon een heel mooi businessmodel. En vooral ook die wisselkosten, die zijn heel hoog. Je switching costs, het is zo'n essentieel onderdeel van een business. Als jij naar een ander systeem wil overstappen, moet je je hele bedrijf overhoopgooien. Je moet je personeel hertrainen, je moet je klanten misschien laten wennen aan een nieuwe manier van interactie met jou of met jouw systeem. Je bedrijf ligt misschien, je omzeterkenning ligt misschien wel een half jaar stil als de migratie niet helemaal soepel verloopt. Dus heel vaak is de vraag: waarom zou je die risico's lopen?

Omdat je misschien goedkoper een ander systeem hebt, of waar je misschien net iets meer features hebt. Dus als iemand klant is, jij bent zo waardevol voor die klant. Het is zo cruciaal. Het is niet zo dat je een recessie krijgt en dat je zegt: weet je wat, ik stop even met die software. Want we hebben nu even... Je gaat misschien bezuinigen op je marketingkosten, je gaat misschien bezuinigen op je research and development. Misschien ga je minder personeel aannemen of personeel afvloeien. Maar je software hou je altijd intact. Dus het is ook een heel anticyclisch businessmodel. En door een collectie van meer dan zestig bedrijven, zoals bij Chapters, of meer dan tweehonderd bedrijven, zoals bij een Topicus, of zelfs meer dan duizend zoals bij een Constellation onder je vlag te hebben, creëer jij op holdingniveau een hele mooie gespreide business. En die bedrijven die je koopt, die genereren cashflow en die kan je weer herinvesteren. En als jij een goed management hebt, dan hebben zij een hele hoge drempel qua rendementseis, om dat geld weer opnieuw aan het werk te zetten. En zo krijg je eigenlijk een vliegwiel dat zichzelf in stand kan houden.

Quinten Hafkamp: Ja, ik weet het niet zeker, maar volgens mij is Michael fan van dit verdienmodel.

Michael Gielkens: Dat mag je zo stellen, Quinten. Ik zal zeggen, we hebben op het niveau van Tresor Capital toch wel een vijfde van onze family holding strategie in dit soort software serial acquirers. Wel in verschillende niches en één of twee special situations, zou je kunnen zeggen. Maar ja, Chapters Group is daar eentje van. En ik wil ook best wel zeggen dat ik voor mezelf nog een iets geconcentreerdere exposure heb die daar nog wat boven ligt. Dus om te zeggen dat ik een fan ben van dit soort businessmodellen, is denk ik nog een understatement.

Rowan Nijboer: Ja, en het is Michael, wij waren bij die ledendag en daar werd ook een case gepresenteerd van een dochterbedrijf. Want het mooie aan dit businessmodel is dat ze dus... je betaalt eigenlijk heel weinig qua multiples, zo'n zeven keer de EBITDA, voor die kleine bedrijven. Op zich heb je dan al best wel een leuk aanvangsrendement. Maar wat je vaak ook ziet, is dat die bedrijven niet goed gemanagd zijn. Daar zit gewoon een founder al heel lang op, daar heeft nooit echt een professional naar gekeken. Bovendien zijn die founders heel erg in contact met hun klanten. En bijvoorbeeld qua het prijzen van hun producten, daar kwam zo'n case langs. De CEO Maurer heet hij, die komen we straks bij management ook wel op terug, maar die stelde toen voor aan die oprichters om de prijzen te verdubbelen naar klanten. Moet je nagaan 100%, beste klant, uw prijzen gaan verdubbelen. Die oprichters schrokken zich natuurlijk helemaal het klaplazarus. Maar ze zijn gesetteld op 88%. Want ik denk, ze kunnen dat wel aardig goed uitleggen waarom dat redelijk is. En die founders dachten gewoon dat klanten massaal gingen opzeggen. Maar er ging dus geen enkele klant weg. Zo'n voorbeeld zegt het, denk ik.

Michael Gielkens: Het laat eigenlijk zien dat er inderdaad een oprichter, die is misschien toch wat conservatiever. En het voordeel wat je natuurlijk hebt met een Chapters Group is: daar zitten mensen bij die in het verleden succesvol bij een Constellation of een Topicus hebben gewerkt. Daar zitten mensen bij die bij andere serial acquirers hebben gewerkt, en die heel

goed weten wat voor een waarde jij levert met dat systeem voor die klant. En als jij jarenlang nieuwe features hebt ontwikkeld, en eigenlijk heel veel waarde hebt geleverd die je gratis hebt weggegeven, of je hebt bijvoorbeeld de inflatie niet bijgehouden waardoor je dus eigenlijk de reële waarde van de cashflows die je verdient eigenlijk ieder jaar ziet afnemen... Dan kan je zelfs in dit soort extreme voorbeelden een enorme inhaalvraag krijgen. En dan zul je vaak nog zien dat je misschien wel klanten hebt die zeggen: ja, ik vond het eigenlijk een hele goede prijs die wij betaalden. Maar zelfs als de prijs bijna verdubbelt, is dat systeem zo essentieel voor hun business dat zij niet zomaar naar een concurrent zullen overstappen, als die er überhaupt al is. Dat is natuurlijk nog eens een tweede vraag.

Quinten Hafkamp: Ja, en jullie zeiden het al, het zijn allerlei niche dochterbedrijven. Maar we kunnen ze nog wel onderverdelen in drie segmenten, toch Rowan?

Rowan Nijboer: Ja, qua segmenten, en dat is nog wel extra aantrekkelijk ook bij Chapters, is als je levert aan overheden en de bureaucratie daarin. En als je het hebt over klanten die niet wisselen, dan is het hier nog eens veel lager. En maar liefst ongeveer de helft van de bedrijven die ze bezitten, levert aan overheden of semi-overheden. Het zijn gewoon nog aantrekkelijkere klanten. En ja iets minder dan de helft is aan enterprise klanten, zakelijke klanten. En je hebt nog een speciale categorie, speciale bucket Financial Technology segment, waar we zo nog wel even uitgebreid eventueel op terugkomen. Maar daar kan je het in onderverdelen. Ik weet zelf vrij weinig over al die bedrijven. Ik kan een paar voorbeelden noemen van het busadministratiesysteem in Hamburg of dat symfonieding. Maar voor de rest, als belegger, kun je dat deel gewoon ook laten rusten en het bedrijf zijn werk doen en die klanten gaan niet weg.

Quinten Hafkamp: Ja, we hadden het net al even over de investeringsstrategie van Chapters. Je zei al van: doordat ze een lage multiple betalen, is er dus eigenlijk al een leuk aanvangsrendement. En daarna gaan ze dus soms ook nog wel aan bepaalde knoppen draaien, als ik het goed hoor, toch?

Rowan Nijboer: Ja, en dan kom je denk ik wel bij misschien al een soort van verschil met een Topicus. Beide bedrijven geloven in een bepaalde mate van decentralisatie. Dus dat je die bedrijven koopt en ze voor een groot deel met rust laat. En dat is denk ik logisch. Warren Buffett heeft het ons geleerd. Een bedrijf die zelf met klanten bezig is, weet veel beter wat er speelt en wat goed is voor die klanten dan Jan Mohr op het hoofdkantoor. Dus je moet ze zelf hun ding laten doen. De vraag is, wat ga je wel doen? Dus we noemden net al dat voorbeeld van de prijzen. Daar kan je dus wel actief op sturen. En je kan de bedrijven onderling vergelijken. Nou, Topicus heeft al tweehonderd bedrijven gekocht, Chapters nu zestig. Chapters krijgt dus ook een beetje een soort van benchmark criteria. Bovendien hebben ze heel veel mensen van Chapters aangenomen die dat systeem van het benchmarken ook overnemen. Dat wil eigenlijk gewoon zeggen, als één bedrijf 20% van de omzet aan R&D besteedt, maar hetzelfde bedrijf elders doet 30%. Ja, misschien kan die R&D bij die ene dan wel wat omlaag om zo je winstmarges te verhogen. En door zo bedrijven te vergelijken, kun je

eigenlijk op termijn dus die winstmarges als groep omhoog krikken. En dat is wel heel interessant. Qua verschillen... Iets wat ik bij die beleggersdag Michael wel moeilijk vond: ze kwamen dan met een hippe term de Manuscript Method. En toen dacht ik, ja, in eerste instantie, wat is dit? Ga je nu die dochterbedrijven allemaal dingen opleggen? Dat werkt toch niet. Hoe kan je daar nou dingen aan extra verkopen? Maar als je daar dus verder naar gaat kijken, waar komt dit systeem weg? Dan is dat bij Danaher. Nou, de meeste mensen zullen Danaher niet kennen, maar het is een van de succesvolste conglomeraten in Amerika. Ook een serial acquirer, opgericht door Mitch Rales. En die hebben een eigen systeem bedacht, dat heet het Danaher Business System, DBS. En de Manuscript Method is daar veel... ja, is denk ik daar veel op gebouwd, afgekeken. Logisch. Want dat DBS, wat ik net noemde, dat werkt al decennia. En dat is erg succesvol. Heel veel bedrijven proberen dat te kopiëren. En Chapters probeert dat ook te doen. En wat ze daar gaan doen, is in essentie... ja, die bedrijven toch ook wel extra efficiënt maken, zich ermee bemoeien, extra dingen verkopen op het gebied van AI en cybersecurity, het cross-sellen van dingen. De processen echt helemaal in zo'n bedrijf uitkleden. En dat gaat nog een stuk verder dan een Topicus dat doet. Ik denk dat Michael hier ook nog wel mooie aanvullingen over heeft.

Michael Gielkens: Wat je dus ziet eigenlijk, dat vond ik wel heel veelzeggend. Ik zal niet zeggen wie het zei, maar iemand van Chapters die zei tegen mij: je kunt zeggen, bij Constellation bijvoorbeeld, dan organiseren ze een conferentie. En daar worden dan de best practices gedeeld. Dat zal ook wel een systematische manier zijn om die best practices te delen. Maar bij Chapters wordt gewoon verwacht als ondernemer dat jij die best practices tot je neemt. En een bedrijf in tandheelkunde software in Oostenrijk kan misschien wel leren van een bedrijf in de maakindustrie in het Verenigd Koninkrijk. Wat kunnen ze dan van elkaar leren? Bijvoorbeeld de prijszettingsstrategie. Het kan een totaal andere sector zijn, maar misschien kun jij best wel leren, het voorbeeld net van het bedrijf dat meer dan 80% de prijs verhoogt, ondanks dat de oprichters dat totaal niet wilden doorvoeren. Ja, dat is wel een les voor alle bedrijven in de groep van Chapters, die misschien huiverig waren om de prijzen meer naar het niveau van de waarde te brengen die zij leveren. En het interessante daarvan is, denk ik dat je een wat meer systematische wijze hebt van het continu optimaliseren. Dus het Danaher Business System is ook een beetje gestoeld op Kaizen. We zullen dadelijk nog wel komen op Mitch Rales. Dat is een van de grotere aandeelhouders van Chapters, en ook een van de mentoren van het managementteam. Die eigenlijk zegt van: oké, we starten met die best practices zoals een Constellation of een Topicus dat ook doen. Maar die blijven we continu optimaliseren, die blijven we continu implementeren. En zo krijg je eigenlijk een bedrijf waar je nog steeds wel decentralisatie hebt, maar waar je wel een aantal gecentraliseerde standaarden hebt. Ik weet niet of jij dat plaatje nog kan herinneren, Rowan, van de Capital Markets Day, waar ze het hebben over de standaarden en het gecentraliseerd of het gedecentraliseerd. Als je geen standaarden hebt en je bent gedecentraliseerd, dan is het een circus. Als je gestandaardiseerd en gecentraliseerd bent, dan is het een leger. En als je gestandaardiseerd en gedecentraliseerd bent, dan zeggen ze: dat is hoe we het bij Chapters doen. En daar werden nog allerlei grappige

door AI gecreëerde afbeeldingen bijgezet die met name dat circus representeren. Kijk, het is een kwestie van: ieder bedrijf moet je... en dat is ook de overlap met andere serial acquirers die succesvol zijn... ieder bedrijf blijft decentraal. Iedere ondernemer, iedere founder of ieder managementteam blijft in charge van hun business. Alleen, je zult wel centraal moeten benchmarken. Dus bijvoorbeeld ieder bedrijf moet op dezelfde manier de rapportages richting het hoofdkantoor van Chapters overbrengen. Er worden regelmatig sessies georganiseerd waar kennis wordt gedeeld. Maar waar ook bijvoorbeeld wordt nagedacht van ja, hoe kun je nu AI implementeren in jouw bedrijfsprocessen. Hoe kun je nu ervoor zorgen, cybersecurity bijvoorbeeld, hoe kun je nu ervoor zorgen dat mission critical software, dat jouw bedrijf altijd online is en dat er geen hacks van buitenaf komen van bedrijfsspionage of ransomware, of in het geval van bijvoorbeeld politie of transport zelfs van staatsactoren als een Iran of een Noord-Korea, of zo, die allerlei disrupties misschien wel willen creëren. Hoe implementeer jij nu dit soort essentiële onderdelen binnen het systeem? Dus wat je zou kunnen zeggen, is dat een Chapters en de dochterondernemingen van Chapters veel meer... je zou bijna kunnen zeggen een consultant zijn, waarbij software de methode is waar dit in wordt gevangen, dan dat het product software zelf is. Dus de software is eigenlijk het resultaat van een gesprek tussen de ondernemer en de consultant. Waarbij uiteindelijk vanuit de feedback van de klant de software wordt gebouwd met de functionaliteiten die ze nodig hebben.

Rowan Nijboer: Helder. En Michael, dit klinkt natuurlijk in theorie allemaal een soort van als de heilige graal. Topicus is hier nog wat voorzichtig mee. Constellation daarin natuurlijk ook. Die hebben Danaher ook bestudeerd. Die hadden dit misschien ook wel kunnen doen. We weten eigenlijk nog niet... we hebben nog geen echte concrete financiële resultaten gezien of dit werkt. Want zoiets heeft tijd nodig, dus die hadden er ook nog niet kunnen zijn. Wat maakt jou dat je overtuigd bent dat dit een goede move is?

Michael Gielkens: Het is eigenlijk het combineren van het beste van twee werelden. Dus de systemen die zich bewezen hebben. Ik bedoel, kijk naar de historische CAGR van Constellation Software, zelfs na de recente drawdown. En je zit nog steeds boven de 30% per jaar sinds de IPO. Ja, kijk ook naar de historische returns van Danaher. Je kunt eigenlijk de beste lessen van beide systemen integreren. Maar het is natuurlijk wel minder een safe bet dan bijvoorbeeld bij een Topicus. Daar heb je natuurlijk... het is een meer matuur bedrijf, het is meer dan 10 miljard euro market cap. Er zitten al meer dan 200 bedrijven onder. Dus je hebt te maken met een business die al veel meer derisked is. Een strategie die al bij Constellation sinds 1995 is geïmplementeerd. Die bij Total Specific Solutions en Topicus sinds pak 'm beet 2013 is uitgerold. En die pas een x aantal jaren bij Chapters in de huidige vorm wordt geïmplementeerd. Je zou wel kunnen zeggen, er is een hoger potentieel risico, maar daarmee ook een hoger potentieel rendement. Dus in die zin staan risico en rendement wel met elkaar in verhouding.

Rowan Nijboer: Ja, want kan ik het ook een beetje zo zien: kijk, als die Manuscript Method, als dat allemaal niet blijkt te werken, is het natuurlijk niet zo dat die klanten van die

dochterbedrijven in één keer allemaal weggaan. Het is ook niet zo dat je dan heel veel kosten hebt gemaakt, wat dat betreft, en heel veel frustraties in de organisatie hebt gelegd. Maar wat dat betreft, kan je het ook een beetje dan loslaten en zeggen: ja, we hebben het geprobeerd en het heeft niet gewerkt. Als het wel werkt, wat ga je dan zien? Dan ga je misschien in plaats van een organische groei van een paar procent per jaar naar misschien een 10%. Of reken ik dan in die orde van grootte?

Michael Gielkens: Zij mikken door onder andere de optimalisaties en het ontwikkelen van nieuwe features, implementeren van zaken als cybersecurity of AI, proberen zij meer dan 10% autonome groei te realiseren. Waarom ze dat de komende jaren zullen waarmaken, is waarschijnlijk omdat een heel groot deel van die portefeuille nog gewoon aan het under-earnen was. Wat betekent dus eigenlijk, zoals dat bedrijf met die meer dan 80% prijsstijging... Zo zijn er nog veel meer voorbeelden van alleen al qua prijsverhogingen van zaken die je nog kan doorvoeren. Maar ook het upsellen, het cross-sellen van aanvullende features. Chapters heeft bijvoorbeeld cybersecurity bedrijven gekocht. Als jij, zeg eens, dat er twee softwarebedrijven in een branche actief zijn, of twee bedrijven die software leveren, waarvan één bedrijf van Chapters is. En die kunnen ook nog de cybersecurity en het ontwikkelen van nieuwe features dankzij AI bieden, dan hebben zij natuurlijk ook een streepje voor ten opzichte van een concurrent. Dus, maar het blijft wel zo dat Chapters een risicovoller verhaal is dan een Topicus. Maar nu ben ik volgens mij de essentie van de vraag even kwijtgeraakt.

Rowan Nijboer: Als dat systeem zou werken, hoe groot dat effect dan is?

Michael Gielkens: Als jij 2-3% groeit autonoom. Maintenance revenue groeit misschien met 4 tot 5%. Dat zie je bij een Constellation. Bij een Topicus zie je dat dat al op rond de 6% of hoger ligt. Wat is dan even de maintenance revenue voor de luisteraar? Ja, de onderhoudsomzet. Dus dat is eigenlijk de jaarlijks terugkerende omzet. Je betaalt eigenlijk een abonnementsvergoeding één keer per jaar. En in ruil daarvoor wordt het systeem, de software, onderhouden. En worden eventueel nieuwe features ingebouwd. Dus dat is een hele recurrente vorm van de omzet. Dus dat is de wederkerige omzet waar we het net over hadden. En het meest waardevol zou je kunnen zeggen. Ja, als die omzet met meer dan alleen de inflatie groeit, maar echt merkbaar meer dan zelfs bijvoorbeeld wat een Topicus de afgelopen vijf, zes jaar heeft kunnen bewerkstelligen. Ja dan krijg je dus eigenlijk meer cashflow vanuit de bestaande business. Zo zou je het kunnen zien. Dus je krijgt dan ook meer kapitaal wat je weer kan herinvesteren. Waarmee je weer meer cashflow koopt die je ook weer kan herinvesteren, waardoor je dat vliegwiel eigenlijk significant kan versnellen. En een hogere autonome groeibusiness heeft natuurlijk ook een hogere waarderingmultiple op de beurs.

Quinten Hafkamp: Oké, en ik wil het nu niet ingewikkelder maken, maar Chapters Group besteedt het kopen van de bedrijven dan weer uit aan platformen waarvan ze grootaandeelhouder zijn. Hoe werkt dat precies?

Rowan Nijboer: Ja, die Jan Mohr heeft natuurlijk geen tijd om de hele dag alleen maar bedrijven te kopen. Die zit een beetje te bellen met types zoals Michael Gielkens. Dus ja, die

moet dat kopen van bedrijven ook uitbesteden. En daar hebben ze weer, ja, dat noemen ze platformen voor. Zo hebben ze wat is het, zes, zeven, acht platformen. Het is een beetje hoe je ze onderkent. En die doen dat zelf, dat kopen. En hoe komen die dan aan het geld? Deels financieren ze zich gaandeweg zelf, doordat de bedrijven die ze al gekocht hebben kasstroom genereren. Maar deels ook door leningen van de holding van Chapters Group. En daar betalen ze dan 10% rente over. En wat ook wel leuk is in dit concept, is dat in het begin zo'n platform, dus daar zitten dan ook twee directeuren op. Die worden ook mede-eigenaar. Voor 20% vaak in dat bedrijf. En dan is Chapters zelf voor 80% eigenaar. Dus dat concept van skin in the game, waar Michael het tot in den treure wel over gehad heeft natuurlijk. Dat hebben ze hier denk ik heel goed ingesteld. En ja, hun grootste platform, by far is Ockham Software. Dat is inmiddels hernoemd een beetje tot Chapters Software. Een beetje de Duitse tak. Ja die heeft nu dus ook alweer twee kleine babyplatformetjes onder zich gecreëerd. En dit is eigenlijk, denk ik ook de enige route. En daarom is het heel essentieel dat ze dat hebben gedaan. Om het aankoopvolume qua aantal stuks gewoon op te schalen over de tijd. En dat kan alleen als je dat aankopen van die bedrijven dus wel erg sterk decentraliseert. En zo hebben ze ook een platform gericht op Frankrijk, een platform gericht op de telecomsector, een platform in Zwitserland. Op die manier hebben ze in de cybersecurity een platform. En op die manier gaan ze heel gericht aankopen doen. En doordat je overal bijvoorbeeld een lokaal of specifiek platform hebt, dat spreekt natuurlijk ook de verkopende partij soms wel aan. Want als je als Constellation met een bedrijf in Duitsland een bedrijf gaat kopen en dan met Engelstalige mensen aan komt zetten. En dat zo'n ondernemer zich dus feitelijk verkoopt aan een Canadees bedrijf bijvoorbeeld. Dat spreekt minder aan dan jezelf verkopen aan een Duits platform, mensen die de markt en dergelijke kennen, waar je onderdeel bent van echt een identiteit, Chapters Group, dat je levenswerk van die founder dus heel lang nog voortleeft. Dat helpt gewoon denk ik wel bij zo'n relatief kleinere serial acquirer met een duidelijker profiel en nog heel veel groeipotentieel.

Quinten Hafkamp: Hoe kijk jij daarnaar, Michael?

Michael Gielkens: Ik vind het aan de ene kant heel interessant om die skin in the game op het platformniveau te creëren. Maar er is wel... in het vierde kwartaal heeft Jan Mohr in een podcast nog aangegeven dat ze nu wel een beetje aan het omzetten zijn met een put-call optie. En dat is eigenlijk een hele technische term voor wat Constellation ook met Topicus heeft, namelijk: je kunt de Strikwerda familie van Robin van Poelje en zijn vrouw Cisca Strikwerda, die hebben zo'n 30% van de aandelen van Topicus in handen. En volgens een vooropgezette formule mogen zij tegen die waardering, die dus is afgesproken met Constellation, mogen zij het verkopen, dus dat is een put. Of Constellation kan het tegen die prijs overnemen, dat is een call. Wat er bij Chapters eigenlijk nu gedaan is, is dat onder andere nu met Ockham Software gebeurd. De founders van Ockham zijn eigenlijk voor hun 20% uitgekocht. En bij ieder platform ontstaat de mogelijkheid om de founder of de mede-eigenaren, die kunnen hun belang verkopen tegen een vooraf ingestelde formule aan Chapters. Of Chapters kan het van hun overnemen. En dus eigenlijk steeds meer, laten we zeggen, zo'n 100% eigenaar worden.

Op die manier ontstaat eigenlijk meer de skin in the game geleidelijk aan steeds meer richting het niveau van Chapters als holding, dan op het platformniveau. Maar vooral bij nieuwe platforms is het natuurlijk heel interessant om die skin in the game nog te hebben, zodat jij voor een wezenlijk deel mede-eigenaar bent. Een van de nieuwe platformen van 2025 was Waterkant van Jan Regenbogen. Die heb ik toevallig bij de Berkshire Hathaway meeting ontmoet, toen ik jou daar ook heb gezien met Jan Kleinpoelhuis in 2022. En sindsdien heb ik eigenlijk altijd een beetje met hem contact gehouden van: hoe gaat het bij Topicus, hoe gaat het bij Constellation? En ik ben bij hem een beetje uitgekomen, want hij bleek een oude vriend te zijn van Jan Hendrik Mohr. Dus mijn due diligence op Chapters, twee jaar geleden, heeft onder andere met hem plaatsgevonden. En toen zei hij: Ja, ik overweeg of ik misschien wel Topicus wil verlaten en voor mezelf wil gaan beginnen. En hij zei: ja, ik ben met een paar partijen in gesprek, maar ik zie mezelf niet onder een grote partij voegen, want ik wil een ondernemer zijn. En hij voegde zich uiteindelijk onder Chapters Group, met een eigen platform Waterkant, waar hij dus ook zelf een stuk van het kapitaal heeft ingebracht. Nou, 20% eigenaar. En hij is een van de meest actieve platformen geweest in 2025, ondanks dat ze pas volgens mij in het tweede kwartaal zijn opgericht. Dat vond ik wel heel interessant. Het is jammer om een bron bij Topicus kwijt te raken. Maar wel leuk om zo'n weer erbij te hebben. En met Jan en het management van Chapters hebben we het na de Capital Markets Day ook nog laat gemaakt in Hamburg, maar daar ga ik niet te veel details over delen.

Rowan Nijboer: Jan Regenbogen daar bij de Waterkant. Want voor zo iemand, of heel veel M&A managers die bij Topicus het vak geleerd hebben, ja, dat is gewoon... Die kan Chapters natuurlijk echt wel een goede deal bieden om daar dus een stukje ondernemerschap te bieden en toch de professionaliteit en het geld en dergelijke. Ja, dat is wel een competitief voordeel op het aantrekken van talent ook.

Michael Gielkens: Ja, dat hoor je ook heel duidelijk, dat Jan Mohr in die podcast, daar geeft hij echt aan hoe belangrijk het is dat ze goed talent aan zich weten te binden. Want het blijft uiteindelijk een people business. Je moet ondernemers kunnen overtuigen dat jouw platform, of Chapters als groep een goede thuishaven is voor hun levenswerk. En vaak is er geen opvolger beschikbaar, bijvoorbeeld de zoon of dochter, die gaan niet het softwarebedrijf van vader of moeder overnemen. Ja, dan is het wel mooi als je een Chapters hebt die een soortgelijke mindset heeft, en zeker ook die lokale platformen. Een Frans bedrijf zal bijvoorbeeld aan het platform Enloq verkopen. Terwijl een Duits bedrijf zal misschien eerder bij een Waterkant aankloppen. Daarom is het ook wel belangrijk dat je die lokale expertise hebt. Want ieder land heeft, of zelfs iedere regio heeft weer zijn eigen gewoontes en gebruiken. We hoeven alleen maar naar Nederland te kijken. Ik kom uit Zuid-Limburg. Daar ga je anders om met mensen dan in Amsterdam of in Zeeland of in Groningen, ik noem maar wat. Dus zelfs al binnen Nederland, er zijn gewoon ondernemers in Limburg die misschien wat moeite hebben met een harde G, of omgekeerd dat iemand vanuit Limburg een bedrijf in Amsterdam wil kopen en dat ze zeggen: dat is misschien moeilijker. Die Hollandse nuchterheid, zeggen ze ja, een nuchtere Limburger is dan moeilijker te zien met onze Bourgondische

gewoontes en gebruiken. Vanuit het stereotype beeld dat men misschien heeft. Terwijl in jouw regio, Rowan, zijn ze natuurlijk heel erg nuchter.

Rowan Nijboer: Heel erg nuchter. Nou ja, bier drinken kunnen ze wel, dus wat dat betreft, niet altijd zo nuchter. Maar er is een bepaalde stereotypering. En dat helpt gewoon als je lokaal actief bent en een lokaal netwerk hebt. En zo'n Jan Regenbogen neemt gewoon ook zo'n gigantisch netwerk mee. Van potentiële overnamekandidaten en mensen die hij weet waar hij moet spreken. Dat zijn gewoon de mensen die ze gestrikt hebben daarbij Chapters. Dat is gewoon goud.

Michael Gielkens: Ik zag toevallig van de week op LinkedIn dat er een bekende van mij is, die best veel goede analyses over serial acquirers geschreven heeft. Ik zag nu dat hij als M&A Associate was aangenomen door Chapters. Dus ik had meteen gezegd tegen Jan Mohr: Ik zeg, je hebt wel een neusje voor talent. Er komen veel goede mensen. Die voelen zich aangetrokken tot Chapters. En laten we zeggen dat een paar van de succesvollere mensen van bijvoorbeeld de Constellation of Topicus groep. Die kunnen prima voor zichzelf beginnen. En het zegt heel veel dat zij zeggen: we gaan samen met Chapters eigenlijk bouwen aan een nieuw hoofdstuk. Pun intended.

Quinten Hafkamp: Ja, we hebben nu best wel wat takken genoemd. Maar eentje nog niet, Rowan, en dat is ook een beetje de vreemde eend. Waar heb jij hem staan, de Financial Technologies?

Rowan Nijboer: Ja, want dit is wel een digitaal bedrijf, maar dit is niet typische VMS. Maar het is toch inmiddels één derde van de omzet, als je hem even zo doortrekt. Dus het is wel goed om daar even wat aandacht aan te besteden. En dit begon eigenlijk met de aankoop van Chapters van een klein belang in het Duitse Fintiba in 2021. Dat belang werd gaandeweg via een paar transacties opgebouwd. Maar wat Fintiba doet, is het regelen van, dat heet dan blocked accounts. Dat is specifiek voor buitenlandse studenten of expats die naar Duitsland gaan. Want Duitsland heeft als regel dat, ja, ze willen niet arme sloebers binnenhalen, maar iemand moet wel geld hebben die daar binnenkomt. Dus ze verwachten eigenlijk dat een buitenlandse student, ik geloof 12.000 euro, op zo'n blocked account zet, en vandaar blocked. Je kan het geld er niet gelijk afhalen, maar het moet geleidelijk als je daar in Duitsland bent, krijg je dat om te besteden. En dat heb je dus nodig om een visum te verkrijgen. Dus je moet daar doorheen als buitenlandse student. En Fintiba doet dat. En wat Chapters heel goed heeft gedaan, is vorig jaar 2024 nog Coracle gekocht. Dat was de nummer 3 op die markt, want er zijn maar drie spelers. En wat ze dit jaar hebben gedaan, is echt een monsterzet waarvan ik me afvraag of de Duitse toezichthouder dit wel moet toestaan. Want ze hebben dus nu ook de andere speler, Expatrio, gekocht. Dus de nummers 1, 2 en 3 in die markt, er zijn maar drie actief. Die zijn nu in handen van Chapters. Maar voor 62 procent in dat bedrijf. En die hebben dus nu eigenlijk een soort van monopolie. Eerst was het nog wel mogelijk via banken, maar ja, dit zijn een soort van fintech spelers. Dus die banken kunnen er allemaal niet tegen concurreren. Dus die hebben de concurrentie ook gestopt. En je voelt hem natuurlijk al

aankomen. Wat die bedrijven dan natuurlijk gaan doen. Terwijl je eerst moet vechten en adverteren om klanten, hoef je nu eigenlijk niet meer te adverteren. Dat scheelt zoveel geld. En ja, je kan natuurlijk ook... Chapters is natuurlijk prijzexpert. Dus wat je ook ziet, is dat ze de prijs met 79% hebben verhoogd voor buitenlandse studenten die daarheen gaan. Ja, en ook de concurrent Expatrio, heeft de prijzen met 30% verhoogd. En ja, er gaan nog vast wel meer dingen gebeuren die op de achtergrond spelen. En ze kunnen allemaal andere extra producten uitrollen. Michael, hoe is dit in hemelsnaam bij een toezichthouder doorgekomen?

Michael Gielkens: Misschien werden ze niet geremd door enige kennis van zaken van de markt. Maar kijk, het interessante is natuurlijk dat deze markt werd tot een paar jaar geleden nog bediend door Deutsche Bank. Deutsche Bank had een systeem. En dat was zo'n draconisch monster. Dat een buitenlandse student, dus daar hebben we het over niet EU-studenten, dus studenten uit Azië, India heb je veel, die komen naar Duitsland om daar te studeren. Die moesten fysiek op kantoor bij een Deutsche Bank filiaal komen, terwijl ze dus geen visum hadden, moesten ze wel al fysiek op kantoor komen om daar zich te identificeren, en ze moesten meermaals fysiek daar zijn om zich te legitimeren, om te laten zien dat ze voldoende middelen hadden, et cetera. Dat was zo'n pain in the ass, als ik dat zo mag noemen. En er zijn een aantal van de namen die je net noemde, die zijn erop ingesprongen, waar Fintiba er eentje van was, en die zijn het online gaan aanbieden, en opeens kon je het digitaal doen vanuit je thuisland. Door documenten te uploaden, bewijzen aan te leveren, et cetera, werd dat leven opeens een stuk gemakkelijker gemaakt. Dat waren zo'n, met name Expatrio en Fintiba, de top twee spelers, waren daarin zo succesvol dat Deutsche Bank gewoon gestopt is met het aanbieden van deze producten. Dus de digitale spelers, om het even zo te noemen, die hebben de bank eigenlijk eruit geconcentreerd. En het interessante is, ik heb bij Chapters bij de Capital Markets Day vernomen dat zij, Expatrio en Fintiba, 1 miljoen op jaarbasis uitgaven, alleen aan advertenties op Google search. Om boven de ander uit te komen. Dus een student die ging onderzoeken wat nodig was om een visum te krijgen, die kwam én bij Expatrio én bij Fintiba uit. Door nu te fuseren, had je dus al 1 miljoen, haal je aan EBITDA weg. Maar doordat er geen andere spelers meer zijn, is de prijs met 80% verhoogd. Dus dat hebben ze pas in het vierde kwartaal gedaan. Dus dat is allemaal incrementele extra cashflow, die gewoon naar je bottom line valt. Maar nog helemaal interessanter... Kijk, ze kopen dit bedrijf natuurlijk niet... Want Jan Mohr heeft mij voor deze deep dive aangegeven dat ze wel meer dan wat ze normaal aan multiples betalen hebben uitgegeven. Dus boven de tien keer EBITDA hebben ze betaald voor de waardering waartegen ze Fintiba hebben ingebracht in het gefuseerde bedrijf. Maar dat is natuurlijk omdat zij een megagroei verwachten. Zij bieden de blocked account aan, daar moet je je geld laten staan. En dat is eigenlijk de garantie voor de Duitse overheid dat jij voldoende vermogen hebt om je studiekosten en je verblijfkosten te betalen. En ze kunnen via dat platform health insurance, een zorgverzekering afsluiten, want dat is ook een vereiste. Dus je krijgt al je bankaccount en je krijgt je zorgverzekering via één aanbieder. Maar het idee van Chapters is natuurlijk, waarom zouden wij het hierbij laten? Waarom zouden wij niet aanvullende zaken aanbieden? Kunnen wij ook spaarproducten gaan aanbieden? Kunnen wij

misschien ook ander type verzekeringen aanbieden? Kunnen wij misschien wel financieringen gaan aanbieden? Die blocked account, dat is eigenlijk de wettelijke verplichting waar die student aan moet voldoen. Maar als dat platform digitaal native is, en dat is heel intuïtief, dat is een prettig systeem. Denk eraan bijvoorbeeld dat je bij Duo inlogt en je ziet je studieschuldgeving. Beeld je dan eens in dat je daar alles kan regelen wat je maar nodig hebt om in Duitsland succesvol te zijn als student. En wat voor een enorme upside je nog hebt van zaken die relatief makkelijk te ontwikkelen zijn, vanuit dat Fintiba Expatrio verhaal. Maar die hele hoge incrementele marges hebben. Dus zij verwachten dat ze van, nou pak 'm beet, misschien 20 tot 30 procent EBITDA-marge naar significant hoger kunnen gaan. Ik denk dat dat 50% heel reëel is voor deze business. En die markt voor internationale studenten groeit met 6% per jaar. Dus dat is een autonome groei. Wat een soort enorme rugwind is. Dus dit is een van de divisies die aan die hoge dubbelcijferige autonome groei op holdingniveau kan gaan bijdragen. Ik durf te zeggen dat de overname niet 1 plus 1 is 2, of de fusie, maar dat het misschien wel 1 plus 1 is drie, of 1 plus 1 is vier is. Omdat je hierdoor gewoon... of acht of meer... maar je creëert hiermee een marktleider. Dit is wel een special situation bovenop de reguliere VMS-business. Dit is een hele specifieke niche markt, die ook alleen voor de Duitse markt geldt. En je hebt hier een regulatory moat. Je moet als internationale student klant worden van Fintiba. Anders kan je niet in Duitsland gaan studeren.

Quinten Hafkamp: Ja, dan is het ook wel logisch dat ze daar die hoge multiple voor hebben betaald. En Michael, ik ben al benieuwd, hoe zijn ze hier dan op terecht gekomen? Want je zei dat is wel een beetje een specialty. Het is niet het meest typische VMS-bedrijf, zo naast die andere. Maar toch hebben ze het gevonden.

Michael Gielkens: Ja, het is eigenlijk een van die bedrijven die ze dus in die startfase gekocht hebben. En ze hebben geleidelijk aan, dat kan je ook heel mooi op de site van Chapters terugzien, geleidelijk aan hebben ze steeds meer hun belang in die business vergroot. En het equity stuk van Chapters is... uiteindelijk hadden ze 100%. En binnen een half jaar hebben ze meteen die deal ook met Expatrio gemaakt. En 61% hebben zij. En het restant is van de oprichters van Expatrio. Ik geloof nog een stukje misschien van Fintiba en Coracle, maar dat heb ik even niet paraat. Maar dit was een van die bedrijven die een partner zocht. En Chapters was een van de bedrijven die hun kapitaal kon verschaffen.

Rowan Nijboer: Ja, wat dat betreft goed dat dit bedrijf dan in 2021, toen Chapters nog niet zijn duidelijke VMS-strategie had geformuleerd, op het pad kwam. Want anders hadden ze hier... Het is misschien een geluk bij een ongeluk wat dat betreft. Maar deze deal in het eerste half jaar van 2025... ja, normaal ben ik niet zo fan van side hustles. Maar dit is een hele grote en hele mooie en lucratieve side hustle. Ook al betalen ze een iets hogere multiple. Ja, dit is een no-brainer. En nu maar hopen dat qua regelgeving dat die blocked account vereist blijft, natuurlijk. Want anders heb je misschien wel een probleem. Maar het is dus wel wat ik al zei: 30% van de omzet en dus nog een hoger deel van de winst, dan zal dat misschien in de toekomst gaan verschuiven, doordat ze het aantal VMS-bedrijven verder gaan kopen. Althans,

de Fintiba en dergelijke groeit natuurlijk op termijn, maar normaal gesproken moet de groei door acquisities sneller gaan op de lange termijn. Dus het zal in de toekomst misschien een kleiner deel zijn, maar nu maakt het nog echt wel een belangrijk deel uit van de investment case.

Quinten Hafkamp: Ja, soms doen ze dat ook door dan minderheidsbelangen uit te breiden. Volgens mij is dat ook bij Fintiba zo gebeurd. Hebben ze er daar nog meer van?

Rowan Nijboer: Ja, nog wel een paar investeringen die ze doen, maar daar willen ze eigenlijk allemaal een beetje van af. En het is klein qua rommel in de marge. Wat misschien nog wel leuk is om te noemen, is een investering die ze gedaan hebben in een andere VMS, serial acquirer, genoteerd op de Britse beurs: Software Circle. En ze zijn dat belang... ik had eerst verwacht toen ze dat belang opbouwden, 30% hadden ze van dat bedrijf, dat ze dat ook als een soort van platform gebruikten. Maar dus gewoon door middel van dat belang van 30% in dat bedrijf. Maar dat zijn ze nu geleidelijk aan het afbouwen. Of ze hebben niet zoveel vertrouwen in die strategie, Michael zal er ongetwijfeld meer over weten, of ze willen gewoon ook wat geld vrijspelen. Omdat ze zoveel groeikansen zien op andere terreinen. En ze dus het zelf kunnen bepalen.

Michael Gielkens: Dit is wel iets wat ik Jan Mohr zelf heb gevraagd. Dat Software Circle, dat is... We hebben ook een keer een meeting gehad met het management van dat bedrijf, ook als onderdeel van onze due diligence op Chapters voordat we positie innamen. En het is een hele mooie business. Jan was daar een van de boardmembers, of zelfs de voorzitter, geloof ik, die is nu vervangen door Marc Maurer. Maar in tegenstelling tot de non-listed platformen, zeggen ze ja, dit is een listed bedrijf die op een multiple genoteerd staat van meer dan 20 keer. En de afbouw van onze positie, de opbrengsten daarvan, die kunnen wij uitgeven aan bedrijven die wij voor zes of zeven keer kunnen kopen. Dus het is wat dat betreft gewoon niet een teken dat zij geen vertrouwen meer hebben in Software Circle als bedrijf. Maar meer een kwestie van: wij kunnen bedrijven waar we 80% of meer van kunnen kopen, tegen zes à zeven keer uitgeven. En ik zie het ook wel als een manier waardoor ze misschien steeds minder afhankelijk worden van het ophalen van het uitgeven van eigen vermogen en dus aandelen uitgeven om overnames te financieren. Dat ze misschien dit soort liquide posities te gelde maken. En ze zijn ook recent bijvoorbeeld met nieuwe schulduitgifte begonnen. Om misschien meer met leverage te werken. In plaats van het vermogen ophalen op de beurs.

Quinten Hafkamp: Alles om dat vliegwiel nog maar sneller te laten draaien.

Michael Gielkens: 100%.

Quinten Hafkamp: Laten wij dan nu doorgaan naar de markt en de concurrentie. Ja, Rowan, ik en vele leden zullen vast jouw zorgen wel een paar keer hebben gehoord op het gebied van de opkomende concurrentie voor Topicus in die VMS-markt. Maar hoeveel van dit soort bedrijven zijn er dan nog eigenlijk te koop en moeten we ons daar ook bij Chapters Group zorgen om maken?

Rowan Nijboer: Ja, ik weet Michaels antwoord, denk ik al een beetje hier. Ik heb inderdaad lang getwijfeld om mijn aandelen Topicus te verkopen. Tot het punt dat ze in 2025 ineens 600-700 miljoen euro hebben uitgegeven aan overnames. Vooral door dat er twee hele dikke vielen. Maar ik maak me niet zorgen over het aantal stuks wat te koop staat. Volgens mij heeft Constellation Software het over een interne dealflow van VMS-bedrijven van zo'n 70.000 stuks. Nou, dat is misschien 20.000 in Europa, gaat het dan over. Nou, die staan niet allemaal nu te koop natuurlijk. Dat is maar 1, 2, 3 procent wat jaarlijks naar de markt komt. En bovendien is niet elk bedrijf geschikt natuurlijk voor Chapters. Die markt groeit wel. Software groeit natuurlijk als markt. Dus die markt is denk ik wel groot genoeg qua aantallen bedrijven. Mijn grootste zorg zit in het aantal bedrijven die jagen op deze bedrijven, dat er inmiddels 25 à 50 serieuze VMS serial acquirers in Europa op jacht zijn. De meeste in private equity en dergelijke. Nou, ik denk dat je als Chapters zijnde wel een voordeel hebt, maar de concurrentie is gewoon best wel intens. En ja, bij Topicus... Dus wat dat betreft, waar ik het in het begin over had, dat Topicus het afgelopen jaar 23 stuks heeft gekocht. En dat Chapters het dus blijkbaar toch lukt om in deze markt er ook 20 te kopen. Het zegt misschien wat dat betreft ook iets over de voorzichtigheid van Topicus, dat die bedrijven er wel zijn. Maar dat Topicus misschien net niet genoeg wil betalen. Of ja, net niet agressief genoeg zijn in bepaalde zaken. Het blijft wel iets waar ik over twijfel op de lange termijn. Maar als ik Jan Mohr ook in de laatste podcast hoor... iets waar hij geen twijfel over had, is of hij wel genoeg bedrijven kon kopen.

Michael Gielkens: Dat wilde ik net gaan zeggen, namelijk. Dus dat ziet hij eigenlijk niet als een risico. Kijk, laat ik eens zo zeggen dat begint steeds meer een issue te worden voor Constellation. Omdat zij natuurlijk steeds grotere bedragen aan het werk moeten zetten. Nou ja, een 100% reinvestment rate tegen 20% rendementseis, is makkelijker te behalen als je een omvang van circa 1 miljard hebt. Zelfs ook als je een omvang van circa 10 miljard hebt. Maar als je nog eens een keer 7 tot 8 keer zo groot bent, zoals het Constellation model, en je gaat dadelijk opeens als je een paar jaar doorgaat, dan ga je op een gegeven moment 5 miljard per jaar moeten redeployen. Ja dan gaat de wet van de grote getallen wel meespelen. En ze hebben hun rendementseis voor de hele grote deals al verlaagd tot 15%. Wij zijn ook aandeelhouder van Constellation, want 15% is nog steeds een heel mooi rendement. En de afgelopen jaren wisten zij 100% te herinvesteren. Maar op het niveau van Chapters is het natuurlijk nog veel minder de vraag of zij voldoende overname targets weten te vinden. Want je gaat in kleinere vijvers vissen, als het ware. Niet dat Constellation of Topicus ook geen kleine overnames doen. Maar omdat jij een relatief klein bedrijf bent en nog een relatief jong bedrijf bent, hebben 20 overnames op een bedrijf met 40 bedrijven meer impact. In die zin kan je zien dat het opschalen van een Chapters steviger gaat dan het opschalen van een Topicus. Ook omdat Chapters natuurlijk die groei extra versnelt, doordat ze kapitaal op alle mogelijke manieren ophalen: met financiering, met het uitgeven van aandelen. Proberen zij, omdat ze zeggen: we zien die marktopportuniteit zo immens om deze markt te consolideren. En er zijn nog zoveel bedrijven, want de Europese markt is meer gefragmenteerd dan de Noord-Amerikaanse markt. Je hebt veel meer lokale marktleiders, omdat je lokale gebruiken hebt,

lokale talen, lokale regelgeving. Ieder land heeft een andere regelgeving. Terwijl software die je in New York uitrolt, zou je misschien ook best wel in een van de omringende staten kunnen uitrollen. Omdat de taal en misschien de regelgeving hetzelfde is. Terwijl software uit Nederland hoeft je niet mee aan te komen alleen al in Vlaanderen, omdat de Belgische regelgeving totaal anders is of Belgische eisen totaal anders zijn dan in Nederland. Dus als jij naar alle mogelijke sectoren gaat kijken en alle mogelijke regio's gaat kijken, en je zegt je bent actief in Europa, dan is in Europa nog een hele mooie markt beschikbaar om te consolideren, doorgaans tegen lagere multiples. En ja veel meer gefragmenteerd. Ik durf wel te stellen dat ik hoor cijfers van tussen de 100.000 en 200.000 vertical market softwarebedrijven wereldwijd, vanuit Constellation genoemd worden. Ook mensen vanuit Topicus en inmiddels ook Chapters die dat getal wel benoemen. Er worden ieder jaar bedrijven gekocht, maar er worden ook ieder jaar bedrijven weer gestart. Dus er komen ook ieder jaar weer nieuwe bedrijven bij. In die zin blijft de total addressable market misschien wel even groot. En zelfs als je dadelijk op een gegeven moment duizend bedrijven per jaar moet gaan kopen, in een markt die 100.000 tot 200.000 bedrijven groot is, heb je nog steeds een interessante runway en potentie. In ieder geval voor de komende vijf jaar maak ik me op dat gebied geen zorgen voor, zelfs een Constellation niet.

Rowan Nijboer: Ja, Michael, als ik één ding mag vragen. Dus in 2025 hebben Chapters en Topicus ongeveer evenveel bedrijven gekocht. Terwijl Topicus heeft ook een leger aan M&A-gasten in alle Europese landen. Die zitten daar al veel langer met misschien al wel een netwerk en allerlei connecties gelegd. Waarom zit Topicus nou te slapen? Dat ze het niet sneller kunnen. Of doet Chapters iets anders? Hoe kunnen zij zo snel zijn gegaan? Ja, het kan natuurlijk heel simpel door wat meer te betalen, maar volgens mij zitten ze niet zo vaak samen te bieden op hetzelfde bedrijf, komen ze elkaar helemaal niet zoveel tegen, wel af en toe. Dus hoe kan dat?

Michael Gielkens: Ze komen elkaar eigenlijk nauwelijks tegen, inderdaad. Is het misschien een combinatie van het feit dat platformmanagers skin in the game hebben? Is het een combinatie van dat Chapters ook relatief kleinere bedrijven kan kopen dan misschien zelfs een Topicus om toch de needle echt te bewegen? Want je hebt het gewoon over grotere, absolute bedragen die Topicus moet uitgeven om een 100% reinvestment rate te hebben dan Chapters bijvoorbeeld. Je kunt makkelijker 50 miljoen EBITDA uitgeven dan 300 miljoen bijvoorbeeld. Wat dat betreft denk ik dat het daarin zit, maar de visie van een Jan Mohr, die wel, hoe moet ik dat zeggen, het vuur aan de schenen legt, ofzo, of ja, dat is toch wel echt het typische toonbeeld van een founder die mensen enthousiasmeert, die mensen aan zich weet te binden. Ik noem net Jan van Waterkant, die toch ervoor kiest om het dan onder het platform van Chapters te doen. Die heeft meer dan vijf bedrijven gekocht in 2025 sinds hij gestart is. Ja, dat laat toch wel zien. Misschien is hij ook wel een bijzonder talent samen met zijn businesspartner bij het platform. En hebben zij de blessing gekregen van Jan Mohr van: ja, ga maar aan de slag. Misschien hebben zij ook wel die contacten die ze nog hadden van bedrijven bij Topicus. Ja, je hebt toch een contact met een ondernemer. Ik heb vanuit Topicus vernomen dat ze gemiddeld zeven

jaar contact hebben met een ondernemer voordat hij zijn bedrijf verkoopt. Ja, misschien inderdaad, andere vereisten dan bij Topicus.

Rowan Nijboer: Betalen ze ook meer?

Michael Gielkens: Ik durf wel te stellen dat er een aantal overnames zijn geweest waar ze meer dan 6 of 7 keer betaald hebben, ja. Kijk, dat zal ook een rol spelen, dat die 20% hurdle rate van Topicus, die is gewoon heilig. Als je 19,8% kan maken, dan zeggen ze, ja, dan gaan we het gewoon niet doen. Ik durf wel te stellen dat omdat Chapters misschien wel de overtuiging heeft dat zij de bedrijven meer operationeel gaan verbeteren. Iets wat Topicus veel minder doet. Dat zij zeggen: als wij misschien bij de start een iets hogere entry multiple betalen, maar wij kunnen die bedrijven daarna wel verder optimaliseren door die Manuscript Method toe te passen. Kunnen wij per saldo een hogere return halen op deze acquisitie. Terwijl bij Topicus is het gewoon een kwestie van: het bedrijf moet gewoon zo blijven zoals het is. Er worden wel wat knoppen aangezet van: er is een dashboard van zoveel procent mag je aan R&D uitgeven. Zoveel procent... Je mag geen korting meer geven, ondanks dat het een grote klant is, allemaal van dat soort dingen. Dus het is een fantastische machine. Maar het is meer gefocust op het uitmelken van de cashflows. Terwijl je bij Chapters misschien wel probeert om ook nog iets meer features te ontwikkelen om die autonome groeipotentie ook nog iets meer op te krikken.

Rowan Nijboer: Ja, en zelfs als je dat misschien niet zou hebben, dat je die autonome groei niet kan opkrikken, dan zouden ze zelfs nog hetzelfde rendement als Topicus kunnen behalen door er wat meer bij te lenen. Zeg ik dat goed?

Michael Gielkens: Ja, dus leverage kan ook een manier zijn. Dus dat is op zich wel interessant. Want je wordt als platform eigenlijk getriggerd om heel goed na te denken over de kosten van kapitaal. Dus als platform krijg je het geld van Chapters de holding. En je leent dat dan van Chapters tegen 10%. Dus je bouwt eigenlijk al een 10% cost of capital, die bouw je eigenlijk wel in. Terwijl bankfinanciering misschien wel goedkoper is. Je moet het eerst van Chapters lenen. En tegen die 10%. En ze mikken dan ook op termijn na die optimalisaties op een return on invested capital van meer dan 20%.

Rowan Nijboer: Ja, ze mikken dus wel op dezelfde rendementen op die overnames als een Topicus.

Michael Gielkens: Ja, en wat nog wel belangrijk is om te noemen, misschien had ik het vanmiddag nog even met Jan over van die return on invested capital. Target is natuurlijk meer dan 20%. Ik heb zelfs 25% gehoord. Daar kom je nu natuurlijk niet op uit. Als je een run rate van de EBITDA neemt en je kijkt naar de Invested Capital... Invested Capital is natuurlijk geëxplodeerd. Dat heeft natuurlijk met name te maken met het feit dat ze onder andere die overname van, of die fusie eigenlijk met Expatrio hebben gedaan. Daar is veel kapitaal naartoe gegaan. Maar ze hebben ook heel veel kapitaal uitgegeven aan bedrijven die één nog niet hebben bijgedragen aan de EBITDA. Je koopt vandaag iets, de kost gaat voor de baat. En nu krijg je vanaf vandaag krijg je dan die gaat meetellen in de winst. En die bedrijven zijn nog niet

geoptimaliseerd. Dus die Manuscript Method, de reden dat zij convictie hebben dat zij in 2025, 2026, 2027 een autonome omzetgroei, dubbelcijferige autonome omzetgroei kunnen maken, is ook vanwege die optimalisaties vanuit de Manuscript Method.

Quinten Hafkamp: Dus jij zegt even, geef het ook nog wat tijd wat dat betreft.

Michael Gielkens: Ik zag wel dat wat vragen voorbij kwamen, ook vanuit de leden van de community van: ik kom niet op die 25%. En wij hebben ook wel eens in een artikel of twee die 25% aangehaald. Maar dat is dus wel richting de toekomst. Misschien goed om te weten, ik reken zelf met tussen de 15 en 20%, in mijn eigen waarderingsmodel. Gewoon om daar wat voorzichtiger in te zijn. Het moet zich natuurlijk nog wel uitwijzen en het moet zich nog wel materialiseren. En tot nu toe zijn alle verwachtingen meer dan waargemaakt ieder jaar. Maar naarmate het bedrijf groter wordt, complexer wordt, kan het ook best zijn dat er misschien een half jaar vertraging in dat soort metrics zit. Wat dat betreft, zeg ik, ik kijk gewoon twee, drie jaar vooruit. En dan zouden de bedrijven die nu bijvoorbeeld onderdeel van de business moeten zijn, dan zou je dat kapitaal rond de 20% uit moeten kunnen maken.

Quinten Hafkamp: Ja, dan Rowan, om het toch nog eventjes aan te stippen. Dit ging dus eigenlijk allemaal over concurrentie op serial acquirer niveau. Hoe zit het met de concurrentie op dochterbedrijfniveau? Of is dat niet zo heel bijzonder?

Rowan Nijboer: Ja, dat is niet relevant. Daar zijn vaak in zo'n niche markt twee, maximaal drie concurrenten, soms is er maar eentje. Dus ja, dat kunnen we denk ik negeren.

Quinten Hafkamp: Nou, dan gaan we door naar de moat. Ja, ik heb zo'n vermoeden dat dat misschien mogelijk iets met wisselkosten te maken heeft.

Rowan Nijboer: Ja, ik denk dat we dit kort kunnen houden. Dit is gewoon het lock-in effect. Dat is natuurlijk de moat. En die is gewoon heel sterk. En ja, dat is het. En de rest komt denk ik voornamelijk aan op het management.

Quinten Hafkamp: Nou, dat was het misschien wel de kortste moat ooit. Laten we dan doorgaan naar het management gelijk. Het is natuurlijk nog een bedrijf met een relatief kort track record, wat dat betreft. Moet je dan ook nog extra vertrouwen op de CEO en de rest van dat management?

Michael Gielkens: Ik durf wel te stellen dat dit wat ze noemen een bet on the jockey is. Er zijn een aantal bedrijven die wij ook volgen, waaronder bijvoorbeeld een Asseco van Topicus. Dat is een van de bedrijven waar vorig jaar groot kapitaal naartoe is gegaan. De case waarom wij een bescheiden positie hebben genomen, is eigenlijk heel simpel. We zien wat het businessmodel van Topicus doet met de margeontwikkeling. Met het compounding, het level van compounding. En wij hebben gewoon de convictie dat Topicus een hele mooie performance kan maken. Zo hebben wij dezelfde convictie eigenlijk bij Jan Mohr, bij Mark Maurer, Marlene Carl de CFO. Mark Maurer is de Chief Operating Officer of eigenlijk de directeur van alle softwarebedrijven. Dus ja, dit is wel echt een bet op het managementteam.

Maar ook op de partners die ze bij het bedrijf hebben weten te halen. Dat is wel de who's who van de financiële sector, zou je kunnen zeggen. Wij noemden Mitch Rales. Als je kijkt naar Danaher, heeft in 40 jaar tijd meer dan 20% per jaar CAGR weten te maken sinds de oprichting. Hij was de medeoprichter met zijn broer Steven Rales. Die bezit ongeveer 15% van de Chapters Group. Dat is al een geweldige om erbij te hebben. Als je verder gaat kijken, wie hebben ze dan nog erbij? De schrijver van het boek van The Outsiders, William Thorndike. Die heeft een stevige positie in het bedrijf. Volgens mij is dat Sun Mountain Partners, dat is ongeveer 5% van de aandelen. Het Family Office van Daniel Ek. Heeft meer dan 10% van de aandelen. Daniel Ek, de oprichter van Spotify. Dus die is ook met zijn, het kapitaal wat hij niet in Spotify heeft zitten, is die gaan investeren in interessante bedrijven. Waarvan hij denkt dat hij een geweldige return kan maken. Daar heeft hij ook in Chapters geïnvesteerd. De universiteit MIT, Massachusetts Institute of Technology, een van de meest gerenommeerde universiteiten van de US. Daar zitten ook geen dommeriken om het even zo te noemen. Je hebt een paar enorme zwaargewichten die kapitaal in de business hebben zitten. En daarnaast heb je nog het management dat direct en indirect alles bij elkaar, zo'n 5% van de aandelen hebben. Waaronder Jan Mohr en Matthias Saggau de voorzitter.

Rowan Nijboer: Ja, het is bijzonder hoe goed Jan Mohr de juiste mensen in zijn omgeving heeft weten te verzamelen op 37-jarige leeftijd. Bizar hoe je dat zo goed hebt gedaan, ja, hij las op zijn elfde al een boek over Buffett. Lastig om voor te stellen dat iemand op zijn elfde zo, zo'n klein jochie met zo'n dik boek zit te lezen. Maar was al op zijn achttiende in Omaha, geloof ik bij die Berkshire Hathaway aandeelhoudersvergadering als het niet eerder was. En echt een wonderkind. En wat dat betreft, zou ik hem wel zo durven stellen, een Constellation Software, doordat het al zo volwassen is, kan wel zonder Mark Leonard. Maar een Chapters Group kan nog niet zonder Jan Mohr. Dus er is wel echt een key man risk. En hij moet het wel gaan doen. Als hij zou vertrekken, dan zou het ook wat dat betreft, dit hele systeem in elkaar kunnen storten. En één dingetje, de CFO is dus 36. Ze kennen elkaar, geloof ik, van de studententijd, is logisch dat ze dan even oud zijn. Ze drinken ook graag bier samen, geloof ik.

Michael Gielkens: Ik heb nog nooit iemand zoveel bier zien drinken als de CFO in zo'n korte tijd. Nog steeds nuttige dingen horen zeggen. Dan kun je daar natuurlijk om lachen. Maar het is natuurlijk wel die hele Capital Markets Day en de aandeelhoudersvergadering de dag daarna, het laat natuurlijk wel zien als het management zo belangrijk is voor een investment case, zoals dat in dit geval is. Dan is het natuurlijk wel prettig dat ze na een paar pullen bier nog steeds hetzelfde zeggen als dat ze daarvoor deden. En als jij... Ik heb heel veel, of wij hebben heel veel due diligence gedaan, ook samen met andere investeerders, ook een aantal die mee waren trouwens, naar Hamburg, om te achterhalen van wie is nu deze persoon? Want het businessmodel, dat kennen we wel. Het is gewoon een copy-paste van het VMS-acquirer model zoals er zoveel zijn. Maar wie is nou die founder die die visie heeft, die talent weet aan te trekken, die de platformmanagers weet te incentivizen, weet te enthousiasmeren. En wat is zijn visie? Hoe kijkt hij naar de sector? En het feit dat enerzijds de namen die we net noemden, die als grote aandeelhouders eigenlijk in het kapitaal zitten, het feit dat ze zelf met veel kapitaal

of met het gros van hun vermogen in de aandelen van Chapters zitten. Maar het feit dat ze, laten we zeggen, aan het einde van de avond hetzelfde zeggen als aan het begin van de middag... Het is geen fool-proof systeem, laat ik het eerlijk zeggen. Je weet wel dat ze oprecht zijn op dat gebied. Ik durf wel te stellen dat ik nu vaak genoeg met managementteams gesproken heb om heel goed te weten wanneer iemand vooral zaken zegt omdat hij denkt dat het goed klinkt. En wanneer iemand iets zegt omdat hij het ook echt meent. En van alle mensen bij Chapters, ook van het personeel. Je kon daar met iedereen eigenlijk spreken, ook met oud-medewerkers, met andere eigenaren. Met iemand die voor 50 miljoen aandelen had, en iemand die voor 5000 euro aandelen had, intern en extern. Iedereen gaf eigenlijk hetzelfde antwoord. Dat betekent ofwel dat we te maken hebben met een managementteam waar men oprecht is. Of we hebben een hele bijzondere sekte blootgelegd.

Quinten Hafkamp: En Rowan, is het dan verder ook nog een beetje een jeugdiger organisatie naast de jonge leeftijd van de mensen aan het roer?

Rowan Nijboer: Ja, ik merk het wel een beetje dat het nog geen geprofessionaliseerde machine is. En ja, je kunt je afvragen, moet dat wel? Want dan gaat het ondernemende misschien er wat uit. Maar een paar van die voorbeeldjes, bijvoorbeeld dat een doelstelling voor organische groei die begin 2025 gegeven wordt van 10 à 13 procent, een paar maanden later, of halverwege het jaar al verlaagd wordt naar rond de 5%. Ja, dan denk ik van ja, geef dat misschien dan niet. Of terwijl je, want er zijn zoveel bewegende delen, is dat... doe je jezelf dan niet tekort door dat al te geven? Maar je geeft het en je komt het dus al gelijk niet na. Is wat onbetrouwbaar. Een ander voorbeeld was in Hamburg dat de slides van de ledendag... zei Jan: ja, die sturen we je toe. Per mail, dus je hoeft geen aantekening te maken. Stond boordevol extreem waardevolle informatie. Maar vervolgens dus niet toesturen en ook bewust ervoor kiezen om het niet te delen onder het mom van concurrentiegevoelige informatie. Ja, dat is natuurlijk... is ergens niet helemaal correct. Eind 2025 zijn ze gehackt, moeten ze op LinkedIn dat zeggen? Ja, terwijl ze cybersecurity producten willen verkopen. De website is toch gewoon een beetje een chaos. Je moet ze een mail sturen om op de mailinglijst te komen. Ja dat dat niet geautomatiseerd is voor een soort van techbedrijf. Gewoon allemaal van hele kleine dingetjes die eigenlijk niks zeggen over het bedrijf, maar het komt klungelig over.

Michael Gielkens: Het is nog een jonge organisatie. Wat overigens wel grappig is, want als je het hebt over digitale aanwezigheid. Als je naar de website van Topicus of Constellation Software gaat. Vooral Constellation, dan denk je, die is in de jaren negentig gebouwd en daar hebben ze nooit meer mee gedaan. Als je naar dochterondernemingen gaat, dan staat er soms nog onderin de footer, heb je altijd copyright en dan de naam daarachter. Of het jaar daarachter bedoel ik. En dan staat er gewoon bij sommige bedrijven copyright 2021, copyright 2017. Dus in die zin laten we zeggen, laten ze de aandacht meer houden op het ontwikkelen van de software. Maar het is inderdaad wel, het is natuurlijk niet handig als jij een toezegging doet. En dat wordt gedaan vanuit het transparant willen zijn. En het open willen zijn. En vervolgens word je toch, denk ik, met name door een van de andere directeuren teruggefloten,

of een van de medewerkers teruggefloten van: hé, ik heb hier op de slides wel belangrijke informatie gedeeld. Bijvoorbeeld de naam van het bedrijf waar die 80% prijsverhoging plaatsvond, meer dan 80% prijsverhoging. De naam, de foto van de oprichters van dat bedrijf, stonden in de slides. Ik kon me wel voorstellen, en een aantal van ons gezelschap voelde het wel al aankomen. Dus we zaten allemaal foto's te maken van: hier wordt zoveel informatie gedeeld. Ik kan me zo voorstellen: ook gewoon vanuit privacyoverwegingen, zoals bijvoorbeeld die klant, de klant van het bedrijf die die prijsverhoging van 80% heeft doorgekregen, die denkt misschien toch wel eens na van: misschien moet ik toch nog maar eens een keer een mailtje sturen dan als ik dit voorbij zie komen. Of een concullega of een concurrent in de sector kan dat misschien wel misbruiken om onder die prijs te gaan zitten. En proberen een paar van die klanten toch naar zich toe te trekken. Ik noem maar iets. Dus ik kan me best wel voorstellen, ze geven eigenlijk hun hele operations, geven ze daar bloot met het idee van: onze aandeelhouders zijn onze partners. Maar aan de andere kant vind ik wel dat de informatie die je deelt... kijk, iemand die bij zo'n Capital Markets Day komt, die moet wel over dezelfde informatie beschikken als iemand die extern is. En als jij bijvoorbeeld contact opneemt met het management en aangeeft van: ja, ik heb vernomen dat bij de Capital Markets Day een bepaalde exercitie met die verschillende earnings per share modellen... Hoe moet je nu... ga je nu van de cashflow van het platform naar cashflow op het niveau van Chapters? Hoe zit het met de boekhoudkundige regels? Daar hebben we toch een soort masterclass in gekregen in Hamburg. Zij zijn best bereid om aandeelhouders daar doorheen te begeleiden, via een videocall bijvoorbeeld. Maar willen dat niet publiekelijk op hun website zetten. Dus je kunt... ja, dat is misschien een jeugdig enthousiasme. Daar zouden ze denk ik, ze hebben nu een Head of Communications ook aangenomen. Dus iemand die ook dit wat meer moet begeleiden, bijvoorbeeld Andreas Bergius. Ik denk, ja, dat is wel een logische zet. Kijk, als jij zo gefocust bent op de execution, zo gefocust bent op het bouwen van je bedrijf. En je wil je partner, eigenaren daarin meenemen, dan vind ik dat aan de ene kant lovenswaardig. Maar aan de andere kant moet je natuurlijk ook wel zorgen dat je een level playing field creëert.

Quinten Hafkamp: Ja, Head of Communications kan wat dat betreft misschien geen kwaad.

Rowan Nijboer: Ja, ik heb zelden zo'n transparante dag gehad. Daarom vond ik het ook echt geweldig. Ze deelden echt, ze gaven al hun geheimen bloot, alles wat ik al jaren over Topicus wilde weten, gaven zij eigenlijk gewoon op een presenteerblaadje. En ik zou ze adviseren om dat niet te doen. Want dat komt je een keer in de kont bijten. Ook zo'n case met dat prijs verhogen. Als je daar heel trots op bent. Kijk, we kopen bedrijven en dan gaan we de prijs verhogen. En dat komt in de Duitse media. Dat doet je reputatie niet goed. Dan gaan ze je aanpakken. Dus dat soort dingen wil je ook gewoon een beetje onder de radar houden.

Quinten Hafkamp: Ja, en een vraag van het lid was ook nog: ze groeien natuurlijk wel echt heel erg snel, misschien bijna agressief snel. Is er dan ook niet een risico op te hongerig management en daarbij verkeerde overnames doen? En ja, hoe succesvol zijn de overnames eigenlijk tot nu toe dan wel geweest?

Rowan Nijboer: Ja, dat is wel iets waar ik mij zorgen over maak dat een jonge club mensen gewoon keihard wil groeien. En weliswaar geïnspireerd is door allerlei mensen en de juiste mentoren heeft, maar toch door te veel haast te hebben... En de voorbeelden in de geschiedenis zijn denk ik eindeloos, door te veel haast te hebben, jezelf vergalopperen. Ja dat is wel iets waar ik waar ik me zorgen over maak. En dat is iets wat je pas over één, twee, drie jaar achter zult komen dat de bedrijven die bijvoorbeeld nu gekocht zijn, dat ze toch niet zo goed zijn. Of dat die Manuscript Method eigenlijk alleen maar op een negatieve manier doorwerkt. Is bijna niet te controleren. Je komt erop uit dat wat Michael zei: de rijder, de coureur vertrouwen.

Michael Gielkens: Dat is wel het geval bij wat jongere bedrijven, potentiële multi-baggers als je die zoekt. Bedrijven die vijf of tien keer over de kop kunnen gaan. Dat ga je wat minder snel meemaken bij Constellation. En ook wat minder snel bij een Topicus. Maar het is wel heel goed ook om met dat in het achterhoofd, als je al overweegt positie te nemen, denk hierbij heel bewust na bij welke positiegrootte je hier aan toekent. Want het kan inderdaad, ze noemen het ook wel of je het nou te veel hooi op je vork nemen noemt, of biting off more than you can chew, zeggen ze in het Engels. Als je een te grote hap neemt, dan verslik je je misschien wel. Dat zijn wel risico's om over na te denken. Gelukkig denkt het management daar zelf natuurlijk ook over na. En zolang zij een breder platform hebben. En laat ik zeggen, Mark Maurer, die gaat bijvoorbeeld vanuit Chapters, gaat die de operations van de platformen weer volgen. En de platformen volgen weer hun eigen dochterondernemingen. En vanuit Chapters wordt meer gestuurd op implementeren van die best practices. Dus dat is meer die centrale, die Manuscript Method. En Jan Mohr moet dan weer gaan nadenken van meer strategie-wise en wat is het existentiële risico door AI, of is het een kans? Daar komen we zo meteen nog over te spreken. Hoe kunnen we cybersecurity implementeren? Ja, is het een handig signaal richting de buitenwereld als jij zelf moet melden dat er inderdaad iets aan de hand is met cybersecurity bij een van jouw divisies. Omdat het een kleiner en een jonger bedrijf is, is de range van outcomes ook veel groter. En dat betekent dat je in potentie ook meer upside hebt. Maar ik durf wel te zeggen dat, zeker ook door het playbook dat er is, dat Constellation en Topicus veel makkelijker te voorspellen zijn, veel makkelijker te modelleren zijn dan een Chapters. Want ja, ga maar eens met een DCF starten, wat er gebeurt als jij 10% autonome groei... En pak 'm beet, 15% groei door overnames... 10 jaar gaat forecasten, dan krijg je returns dat je denkt: oké, is dit reëel? En iedere belegger moet een probability erop plakken, hoe groot hij die kans acht.

Quinten Hafkamp: Ja, wat dat betreft, zitten er natuurlijk ook altijd risico's aan verbonden. En die zullen we straks nog even richting het einde op een rijtje zetten. Laten we voor nu doorgaan naar de financiën en de kapitaalallocatie. Rowan, schulden, schulden, schulden, zijn ze er en hoeveel?

Rowan Nijboer: Ja, als je op de laatste balans kijkt, staan er best wel wat schulden uit, zo'n kleine 150 miljoen. Het is even puzzelen bij dit bedrijf. Maar het is niet zozeer dat dat wat mij betreft te veel is. Want de EBITDA over 2025 zal rond de 50 miljoen uitkomen. Dus dan drie

keer de EBITDA is wat dat betreft niet zo risicovol. Het is in traditionele maatstaven wat hoog. Maar nogmaals, de dochterbedrijven betalen gewoon hun dividenden en dergelijke. Er wordt geld door de klanten overgemaakt. Dus wat dat betreft geen probleem. Als je kijkt naar de andere financiën, zoals de winst en de kasstromen, hoe die gerapporteerd worden, zijn eigenlijk niet relevant, denk ik. Zo worden er onderaan de streep worden de netto verliezen elk jaar groter. Dus ondanks dat ze bedrijven kopen die heel winstgevend zijn, boeken ze wel netto verliezen. En ja, dat is denk ik niet zo erg. Omdat Michael stipt het al even aan geloof ik: serial acquirers moeten boekhoudkundig afboeken op de goodwill. Zeker in dit geval Chapters die aan de HGB jaarverslaggeving in Duitsland vastzit. Waardoor je eigenlijk dus die bedrijven langzaam afschrijft. Terwijl die bedrijven die je koopt aan de andere kant wel hun winst elk jaar verhogen. Dus ergens is dat natuurlijk niet goed. En zou je kunnen zeggen, ja, kijk dan naar de vrije kasstromen. Maar de vrije kasstromen die gerapporteerd worden, doen ook het bedrijf veel te kort. Want zoals we al even lieten zien, zo'n aankoop telt vaak maar tijdelijk mee, terwijl de kosten van het hoofdkantoor er gelijk al helemaal zijn. En de optimaliseringen duren nog 12 à 24 maanden. Dus eerst is die winstgevendheid nog helemaal niet zo aantrekkelijk. Terwijl de leningen bijvoorbeeld en de rente hoge standen, de obligatie die recent is uitgegeven tegen 7% rente... Die kosten komen natuurlijk wel vrij snel op het moment dat je die overname doet, gaan die gelijk tellen. Dus daar kan je niet zoveel mee. Ik denk dat we straks bij de waardering ook wel terugkomen op wat je dan wel als een soort van vuistregels kan gebruiken en wat je daarmee kan. Iets waar ik qua financiën kapitaalallocatie ook nog wel misschien leuk om te noemen: ze geven ook aandelen uit de afgelopen jaren om geld op te halen. En ja, dat is wel een heel leuk trucje eigenlijk. Want je geeft dus aandelen uit tegen wat is het? 20-30 keer de EBITDA. Dat is een beetje hoe je de EBITDA berekent. Maar in ieder geval een hele hoge multiple. En je koopt vervolgens met die zak met geld bedrijven voor zeven keer de EBITDA. Dat is gewoon een soort van multiple arbitrage. En zo turbo charge jij eigenlijk je bedrijf. En Topicus heeft het geld nu niet meer nodig of heeft nu te veel geld. Dus die gaat dat niet doen. Maar als je dit in het begin kan doen, ja dan geeft dat zo'n extra hefboom aan de rendementen die je kan gaan maken. Dat is een stukje financial engineering. Veel mensen voelen zich daar niet prettig bij. Maar wiskundig klopt dat gewoon, zolang je natuurlijk ja niet te extreem gaat. Waar we het net al over hadden, dat je dan maar alles koopt wat los en vast zit. Maar als je dat een beetje gecontroleerd doet, dan is dat een extra mooie slinger. Net als het werken met wat meer schulden dan een Topicus. Want Topicus had zijn rendementen wel heel hard kunnen verhogen door gewoon er meer bij te lenen. Net als een Berkshire bijvoorbeeld. Nou zijn er mensen die helemaal faliekant daartegen zijn, omdat dat risico's met zich meebrengt. Maar nogmaals, als onderliggend dat André Rieu zijn software abonnement gewoon betaalt aan Symphony van Chapters. Dan komt dat helemaal goed. Dan zijn daar gewoon kasstromen die dat financieren.

Michael Gielkens: Mooi dat die connectie met Maastricht dan toch weer gemaakt wordt met André Rieu.

Quinten Hafkamp: Juist. Ja, Michael, schrikt dat dan beleggers misschien ook een beetje af omdat die manier van dat uitgeven van aandelen niet de meest voor de hand liggende constructie is, maar dat die eigenlijk best wel logisch is in het geval van Chapters Group?

Michael Gielkens: Nou, sterker nog, dat is een van de redenen geweest waarom ik in het verleden vond ik dat een red flag. Keken wij eigenlijk nooit bij Tresor naar bedrijven die op deze manier dilution deden. Buffett heeft ooit gezegd, het is eigenlijk een fout geweest om dit te doen. Maar er zijn ook hele grote succesverhalen van mensen die op een hele slimme manier dit wisten te doen. Het beste voorbeeld is Singleton, bij Teledyne, die staat ook in het boek The Outsiders, wat ik iedereen kan aanraden. Die wist eigenlijk op een geniale manier als de multiple hoog was, gaf die aandelen uit om bedrijven te kopen tegen een lage multiple. Was de multiple laag, kocht hij eigen aandelen in. En er zijn nu toch... we hebben nu twee à drie bedrijven die op die manier het kapitaal van de onderneming gebruiken om als currency, als het ware, door aandelenkapitaal om te zetten in cash. Je wordt dan als aandeelhouder verwaterd. Maar in het geval van Chapters, ze zijn zich heel erg bewust van de kosten van de waarde van het kapitaal. Dus ik weet toevallig dat de laatste waarderingssronde in maart van dit jaar die heeft plaatsgevonden tegen 28 keer de trailing EBITDA. 28 keer de laatste twaalf maanden EBITDA. Tot en met eind maart 2025. En dat hebben ze alleen maar gedaan omdat zij dit kapitaal... Eén, ze hadden genoeg mogelijkheden om dit kapitaal te investeren. Maar twee, niet onbelangrijk, zij kregen dit geplaatst bij strategische partners die voor de lange termijn aan boord komen en de story van Chapters geloven. Larry Cunningham heeft een boek naast Quality Investing, die ik iedereen aanraad, ook een boek Quality Shareholders. Namelijk naast skin in the game, kan je ook meeliften op het succes van externe partners. En je wordt dus ook eigenlijk een partner van Mitch Rales en je wordt ook een partner van Daniel Ek, dus twee uitermate succesvolle founders. Die zeggen, hey, ik zie hier iets speciaals gebeuren bij dat Chapters. En door kapitaal uit te geven, vergroten deze strategische partners hun belang in Chapters. Dus zij zeggen eigenlijk, wij geven jullie het kapitaal om die investeringen te doen. Tegen deze waardering zijn wij bereid om tientallen miljoenen extra kapitaal toe te stoppen, waarmee jullie overnames kunnen doen tegen 6, 7 keer EBITDA. Om dat vliegwiel maar te versnellen. Dus ik ben daar wel iets... ik heb mijn mening daarop iets aangepast. Het gaat er vooral om wat ze doen met het kapitaal. En zolang de convictie daar is dat zij bedrijven kunnen kopen waar ze minimaal 15% rendement op maken. Wat dat is wel een minimale return on capital, die wij vereisten van bedrijven, of in ieder geval de return on incremental invested capital. Als ze daar in de buurt kunnen komen door ook de optimalisaties die ze nu hebben tentoongesteld te kunnen bereiken. Ja dan ben ik wel bereid om daarin mee te gaan.

Rowan Nijboer: Waarvan akte.

Quinten Hafkamp: Laten we dan doorgaan naar de waardering. Ja, hoe kijken we ernaar? We zeiden het al, snelle groei, veel bewegende delen, moeilijk te voorspellen, veel vertrouwen op het management, grote range aan uitkomsten. Ik vermoed dat het waarderen erg lastig is bij dit bedrijf.

Rowan Nijboer: Ja, is wel een puzzel. Hoe sneller het bedrijf groeit, hoe moeilijker het eigenlijk is. Hoe korter de track record, hoe moeilijker het is. En het is een marktkapitalisatie van 940 miljoen. Dus wat dat betreft echt een small cap op de beurs. Je kan er op een extreem simpele manier naar kijken. Dat je gewoon zegt: Ik vertrouw erop dat ze op die overnames 15, 20, misschien 25% rendement maken. 20%... Nou, dan zal het rendement op de hele lange termijn, als ze dat maar lang genoeg volhouden, ook 20% ongeveer per jaar zijn. Vind ik ergens wel een logische aanname. Ik bedoel, ik heb geen aannames om te zeggen dat Chapters niet 20% rendement op die overnames moet kunnen maken op termijn. Ze delen zelf ook een schatting van de winst per aandeel in 2027. En dan doen ze ook nog bepaalde aannames in de jaren daarna voor organische groei, de prijzen die ze betalen voor overnames en hoeveel geld ze spenderen aan overnames. Als je dan in een bepaald scenario die ik wel redelijk vond, van bijvoorbeeld 5% organische groei en 7 keer de EBITDA betalen en dan 24 miljoen aan EBITDA kopen. Dan kom ik op, als je dat even helemaal doorrekent, op een rendement van 10% per jaar uit de komende 7 jaar. Nou, dat klinkt misschien niet astronomisch. Bij zo'n snelle groei wil je misschien meer hebben. Nou, ik denk ook dat het veel meer kan zijn. Want als de organische groei een stukje hoger is, of ze weten nog veel meer geld te alloceren naar overnames, dan kan dat veel meer zijn. Maar dat is een beetje de filosofie die je hebt, Michael, hoe kijk jij ernaar?

Michael Gielkens: We hadden vooraf afgesproken dat ik niet alle details van mijn model zou gaan benoemen, want dan kreeg iedereen vierkante oogjes. Maar laat ik zo zeggen, ik denk dat die 20% groei, want we zitten volgens mij naar dezelfde dia te kijken, Rowan, met al die scenario's die zij gedeeld hebben, dan durf ik wel te zeggen, oké, als een Topicus 5% weet te groeien, maar Topicus doet eigenlijk geen optimalisaties... En Chapters doet dat wel. Kijk, en als jij pak 'm beet 7, 8% autonoom kan groeien. En 12, 13 procent door overnames, dan groei jij gewoon met 20% per jaar. Als je dat langdurig weet vol te houden. En ik durf wel te stellen dat als de runway inderdaad zo aantrekkelijk is, de pijnlij is zo goed gevuld zoals Jan Mohr en de zijnen denken. Dan zou je best een CAGR van meer dan 15% kunnen underwriten. Daar durf ik best voor een deel van de portefeuille een bet op te nemen. Dus dan is het de vraag van: welke autonome groei durf je te underwriten? Welke groei door overnames durf je mee te nemen, welke multiple vind jij fair om daarvoor te betalen? Tegen welk percentage wil je dat verdisconteren? En als je aanpast voor de kapitaalstructuur, kom je dan op een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding uit. Ik durf wel te zeggen dat gezien het feit dat ze nu aan het under-earnen zijn, en dat ze dus eigenlijk een enorme pick-up krijgen, verwachten met bijvoorbeeld het Fintech-segment met Fintiba Expatrio, waar de kosten om elkaar te beconcurreren wegvallen, wat synergievoordelen behaald kunnen worden. Maar ook vooral, enerzijds door de prijsverhoging. En anderzijds door nieuwe producten. Je op dat stuk van de cashflow al misschien wel 20, 25% groei kan maken volgend jaar, dan heb je niet heel veel verdere autonome groei al nodig om op een heel mooi uitgangspunt te komen. Dat zit nu nog niet in de koers, denk ik. Maar het moet zich wel nog materialiseren. En dat is per definitie het

probleem met voorspellen. Ze zeggen, voorspellen is heel moeilijk, zeker als het over de toekomst gaat.

Rowan Nijboer: Ja, en jij hebt ook Topicus, of jullie hebben ook Topicus en Constellation. Nou, Topicus noteert momenteel op 26 keer de vrije kasstroom. Historisch goedkoop. Constellation natuurlijk ook qua koers, een horrorjaar achter de rug. We komen zo bij het AI-risico wel uit. Maar even, hoe ga je dan hoe vergelijk je deze qua waardering met elkaar? Het veilige Topicus tegen het onveilige, of niet onveilige, maar het jeugdige Chapters, waar je misschien een 15% rendement onderschrijft. Maar zoiets zou je waarschijnlijk ook bij een Topicus op de huidige koers misschien onderschrijven. Hoe ga je daarmee om? Als je moest kiezen, hoe zou je dat qua waardering aanvliegen?

Michael Gielkens: Het heeft dan ook met die bredere range van outcomes te maken. De bandbreedte van mogelijke scenario's bij Topicus. Die is veel kleiner dan bij Chapters. Dus als Chapters... ik kom op een hogere onderwaardering uit ten opzichte van de groeipotentie van Chapters nu dan bij een Topicus. Dus als ik zeg, nou Topicus is misschien nu zit nu 35% onder een fair value. Dan kom ik bij een Chapters, misschien meer richting 45%. Dan maak ik wel aannames over die verwachte materialisering van die drop-down van winst van bijvoorbeeld die omzetverhogingen. Of de prijsverhogingen die ze gedaan hebben. Maar het is ook wel onzekerder. Dus als ik al mijn geld in één van die twee zou moeten stoppen, zou ik toch voor Topicus gaan. Als je mijn portefeuille ziet, denk je trouwens ook dat ik dat gedaan heb, maar dat is een ander verhaal. Maar dat is met een kleine knipoog. Maar laten we zeggen, mijn horizon durft het ook wel aan om een substantieel deel in Chapters te steken. Maar dan neem ik daarbij expliciet aan dat ik ervan uitga dat het ook gewoon het kan ook volledig instorten. Dus voor onze klanten zullen wij niet snel dit... in onze totale holdingportefeuille zullen wij niet veel meer dan een 2-2,5% van het kapitaal hier naartoe brengen. Ondanks dat wij denken dat de potentie heel groot is. Maar gewoon ook omdat het risico ook navenant is.

Rowan Nijboer: Ja, jullie kunnen natuurlijk ook wat dat betreft, je wil ook geen reputatieschade. En dat is misschien dat risico iets groter bij een Chapters. En dan zit je bij een Topicus wat veiliger. Maar ik ben het helemaal met je eens dat een Chapters heeft natuurlijk wat dat betreft wel een soort van multi-bagger potentieel. Topicus is inmiddels elf keer zoveel waard op de beurs. En een miljard aan marktkapitalisatie voor Chapters is natuurlijk niet zoveel. Dat kan nog heel lang best wel hard groeien. Dus dit is wel zo'n bedrijf wat dan keer vijf of keer tien, en misschien op 20 30-jaars termijn keer 50 zou kunnen gaan. Dat kan natuurlijk wel als ze dat helemaal vlekkeloos en goed uitrollen. Maar ik snap goed dat je dan daar qua exposure in dat geval wat voorzichtiger naar bent, omdat het een ander type risico is.

Michael Gielkens: Het heeft ook een andere functie in een portefeuille, durf ik wel te stellen. Want kijk, een Constellation en een Topicus, dat zijn op het AI-risico na wat nu wordt ingeprijsd, dus daar kunnen we het zo meteen nog even over hebben. Daarop na zijn de operations natuurlijk gewoon heel steady, heel stabiel. Gewoon een steady state, 20, 30%

groei van de cashflow op jaarbasis. Waarvan 4 tot 6% autonoom. En het restant is overnames. En een jaar dat ze meer deployen, zul je misschien 20% overname groei hebben. En in een wat rustiger jaar heb je misschien 10% groei door overnames. Maar je kunt wel redelijk inschatten dat dat de range is. En Jan Mohr tovert opeens een fusie met Expatrio uit de hoge hoed. En boem, daar heb je opeens een monopolist, een marktleider. En er wordt opeens een nieuwe bond uitgegeven, waar ze tot 100 miljoen mee kunnen ophalen. Tegen 7% waar ze weer overnames mee kunnen doen. Ja, dat is weer een... Dus zij zitten ook op een heel ander bord te schaken. Maar ja, van een Topicus, wie had van tevoren de Assecco deal verwacht? Ik denk dat weinig mensen dat in hun modellen hadden meegenomen. Dus ook daar durf ik wel te stellen dat je een hele interessante potentie hebt met die business. En dat is dan gewoon puur vanaf de cashflow groeien vanaf dit level.

Quinten Hafkamp: Oh, Michael, jij noemt al heerlijk vaak het woord risico. Ik denk dat het eindelijk tijd is om door te gaan naar zowel de kansen als de risico's. Maar dan beginnen we altijd met de risico's. Rowan, wat is het grootste risico bij Chapters Group?

Rowan Nijboer: Ja, wat er het meest bij oplicht en wat bij leden ook een rol speelt, en ook bij beleggers, want bij de koersen van Constellation en Topicus is dat goed te zien, is het AI risico. En zeker de vooruitgang dat het afgelopen half jaar in wat AI kan en wat je met Vibecode aan software kan bouwen. En dat in de toekomst waarschijnlijk alle software, vrijwel alle software met AI geschreven wordt en daardoor de kosten van software eigenlijk naar nul gaan. Dat dat gewoon een disruptierisico is voor al deze bedrijven. En het bekende verhaal is dan VMS-bedrijven, ja, dat is zo specifiek. Ja, dat is zoveel regelgeving. Dat zijn wel de laatste. Dat is waarschijnlijk wel de laatste softwaresector die eraan gaat. Eerder zullen er misschien de types als Adobe of Salesforce of de Wix, de horizontale softwarepartijen eraan gaan. Ik denk dat die inderdaad allemaal hun borst kunnen natmaken en zich echt per se opnieuw moeten uitvinden. Anders zullen ze niet meer meespelen in de toekomst. En bij die VMS-partijen vind ik het wel een moeilijke. Want aan de ene kant denk ik nee. Die zijn wel aardig veilig. Maar aan de andere kant, denk ik, als er bij André Rieu iemand in dat orkest zit die zich een beetje irriteert aan dat imperfecte systeem, wat al veel te lang niet onderhouden is en waarvan prijzen elk jaar fors verhoogd zijn. Die gaat dat even Vibecode hetzelfde systeem maken. Dat is nu nog niet perfect, maar over drie jaar misschien wel. En dat kost dan niks. En dan kan je bovendien je eigen dingen in doen en je kunt het met de groep erover hebben hoe je dat gaat ontwikkelen, is natuurlijk een soort van ideaal scenario. Maar ik denk wel dat bepaalde VMS-bedrijven in portefeuilles een stuk gevoeliger zijn dan de andere, zoals een Nedap met Ons. Ja, die lijken me wel veilig. Dat is zo gereguleerd in de zorg en dergelijke. En ook de overheidstak is waarschijnlijk veel veiliger met alle bureaucratie daarin. Maar hoeveel en de gradatie en de impact. Puur heb ik het nu nog over het negatieve. Ik denk dat we het straks misschien over kansen moeten hebben, maar dat negatieve aspect, benieuwd hoe jij daarnaar kijkt, Michael.

Michael Gielkens: Nou ja, ik denk dat een belangrijk punt om te maken is, is dat de ontwikkelkosten, daar zat nooit de moat, voor dit soort software. De moat zit hem erin dat het

echt mission critical is. Dus dat betekent dat als de bussoftware van Chapters, de software voor bussen en trams en een beetje het openbaar vervoer... Ja, is het daar belangrijker dat de software altijd werkt en dat de bussen altijd... dat de reiziger altijd op tijd de informatie heeft, dat de buschauffeur de goede informatie over de route krijgt, en dat soort zaken. Of is het... kijkt zo'n transportbedrijf of een ziekenhuis of dat soort instanties, kijken die misschien vooral naar de betrouwbaarheid van het systeem. En dat het systeem altijd blijft werken. Stel, er komt iemand. Ik stel me zo voor, er komt een ontwikkelaar, die is boventallig geraakt. Want ja, ze hebben minder... softwarebedrijven hebben minder ontwikkelaars nodig. Opeens ben je je baan kwijt. En denk je, nou weet je wat, ik ga voor deze sector software maken. Dan is één, de total addressable market per vertical market software bedrijf... die is dusdanig klein dat dat al wat minder interessant is om daar naartoe te gaan. En stap twee is dan nog eens: de ondernemer of het publieke instelling, moet jij overtuigen. Het is een semi-overheid, kom je bij een ambtenaar en dan zeg je, nou, met AI heb ik software ontwikkeld. En die kan misschien wel 10 of 20% goedkoper zijn, het ziet er wat gelikter uit. Ja, maar dat betekent wel dat wij het hele systeem met de wortels en al eruit moeten trekken. Het systeem dat nu misschien niet helemaal perfect is, maar dat wel gewoon werkt en doet waar het voor ingesteld is. We moeten het personeel omtrainen, we moeten de klanten het nieuwe systeem begrijpen. Er is nog geen track record dat dit systeem historisch uptime heeft, terwijl misschien de bestaande software bestaat al twintig jaar. En je hebt door contact te hebben met de vertical market software speler, heb jij allerlei features kunnen aangeven van: die willen we graag geïmplementeerd zien. De sectorspecifieke kennis die al nodig is, kijk, je noemt net dat lid van het orkest van André Rieu. Ik kan me zo voorstellen dat hij misschien meer behoefte eraan heeft om bezig te zijn om de volgende show voor te bereiden of een nieuwe muziek te schrijven, dan dat hij software gaat schrijven. Een bedrijf koopt de software, zodat zij het zelf niet hoeven te ontwikkelen. Dat is de hele essentie van software. Ja, er zullen bedrijven gedisrupt worden. 100% van de 60 dochterondernemingen of 65 of 70 die Chapters momenteel heeft, zal er een percentage gedisrupt worden. Van de 200 bedrijven van Topicus zal er een percentage gedisrupt worden. Dat geldt ook voor Constellation. Dat is niet anders dan de realiteit. Dus ook wat dat betreft is de range van outcomes breder geworden. En de consequentie daarvan is dat als het risico toeneemt, ook al materialiseert zich dat nog niet in de cijfers, als de risico perceptie toeneemt, dan zijn mensen ook bereid om een lagere multiple te betalen. En dat heb je nu gezien in een multiplecontractie die je eigenlijk in de brede sector wel hebt gezien in het afgelopen half jaar. Dus je gaat nadenken van die switch naar... we hebben het verleden ook wel eens gehad, werd gezegd, ja, de overgang naar de cloud. Al die software is on-premise. Dus ja die overstap naar de cloud, dat gaat voor Constellation een enorme klap geven. We hebben deze foto al eens eerder gezien. Dat was natuurlijk een wat gestagere ontwikkeling. Maar uiteindelijk is heel veel van de software van Constellation van on-premise naar in de cloud gegaan. Is een SaaS-oplossing geworden. Maar nog steeds wordt er gesproken over de enorme kans van bedrijven die zich nog naar de cloud moeten gaan migreren. Terwijl de cloud bestaat toch ook al tien, vijftien jaar, de hyperscalers. Amazon Web Services is niet vijf jaar geleden uitgevonden. Om het even zo te noemen, of Google Cloud of

Azure van Microsoft. Dit zijn niet ontwikkelingen die vandaag op morgen opeens... Ik heb een nieuwe software ge-vibecoded. De oplossing die ons al vijftien jaar prima geserved heeft, en die maar 1% van onze omzet aan kosten draagt. En die essentieel is voor het kunnen boeken van onze omzet en onze winst en onze inkomsten en onze facturen te betalen. Die gaan we er helemaal uitsloven. Want er komt iemand aan die iets nieuws ontwikkeld heeft. En als je dan toch naar de kans kijkt, ja, systemen als Cloud, ChatGPT, Gemini. Die zijn natuurlijk net zo beschikbaar voor de bestaande softwareleveranciers als voor de ontwikkelaars van nieuwe software. Dus ga je je systeem en je betrouwbare klantinformatie... Ga jij je elektronische patiëntdossiers als huisarts of als ziekenhuis... Ga je die toevertrouwen aan een volledige nieuwe partij die een systeem heeft dat zich nog net ontwikkeld heeft en dat nog geen meerjarig track record heeft. Mag je dat überhaupt wel van de wet en regelgeving? Wij horen van heel veel klanten die in onderwijsinstellingen werken of in zorginstellingen werken, dat het gewoon verboden is om met AI te werken, of systemen die op AI ontwikkeld zijn, vanwege het data risico. Staat je data in Nederland of staat je data in Amerika? Is dat in de huidige geopolitieke context wel wenselijk? Er komen heel veel aanvullende vragen. Wij kijken dan alleen maar: oh, je kunt nu heel makkelijk nieuwe software ontwikkelen.

Rowan Nijboer: Ja, ik snap het. Aan de andere kant vraag ik me of wij wel dan de vooruitgang helemaal beseffen. En dus de snelheid daarin. Dat een AI, iemand zit in dat orkest van André Rieu en zegt: hey, maak dat huidige... Die geeft een prompt aan de AI agent: maak het huidige systeem wat wij nu waar wij nu klant zijn, helemaal na. Oké, een paar minuten verder is het helemaal nagemaakt. En ik heb ook nog deze dingen die ik niet fijn vind en graag zou verbeteren. Nou, wijzigt die ook. Dan heb je dus een veel beter systeem. En die dan dus ook onder andere orkesten kan gaan uitrollen. Voor een fractie van de prijs die die orkesten betalen. Nou, die orkesten betalen misschien duizend, een paar duizend euro per jaar of zo. Maar er zijn natuurlijk wel schoolinstellingen die aan Topicus miljoenen per jaar betalen. Omdat dat gewoon een hele grote koepels zijn. Dus daar zit wel een verschil in. Zo'n orkest zou het niet zo snel overstappen, maar zo'n schoolinstelling, als die een paar miljoen betaalt en straks met de helft uit kan. Er zitten zoveel gradaties en lagen in. Ik weet niet of wij het helemaal kunnen voorzien hoe snel het gaat. En dat je dat je zelfs dat je dus daadwerkelijk straks in je eentje als personeel met 50 AI-agents, ook allemaal de sales kan doen. Dat dat ook allemaal gaat. En precies alles uitlegt en dergelijke. Dat je dus daadwerkelijk helemaal... dat je dus daadwerkelijk zo tien keer goedkoper kan zijn, en nog steeds heel veel winst kan maken, dan het huidige Chapters bedrijf. En dergelijke. Dus het is denk ik wel iets om in de gaten te houden op de lange termijn. Maar nu hebben we denk ik vooral de risico's op AI ook een beetje aangestipt. Ik denk, ik klink een beetje negatief, maar ik denk dat per saldo de kansen groter zijn dan de risico's. Dat er waarschijnlijk wel wat pijn gaat zijn, maar dat er ook gigantische kansen zijn. Misschien maar gelijk benoemen, zoals het upsellen van producten. Michael zei het al, je zit bij die klant binnen. Dus je kan gewoon andere extra diensten verkopen. Waar eerst nog geen business case voor was, omdat er dan tien programmeurs aan moesten werken, waardoor het niet uit kan. Kan je nu heel snel maken en verkopen aan je huidige

klantenbestand. En natuurlijk dat je de helft van je programmeurs uiteindelijk eruit kan doen, of je huidige programmeurs kan inzetten voor die extra kansen die er zijn. Dus of die winstmarges gaan omhoog of je omzet gaat omhoog.

Michael Gielkens: Je kunt dus ook zeggen van de bestaande softwarebedrijven, kunnen meer features ontwikkelen door AI. De ontwikkeltijd van software is opeens een stuk korter. De ontwikkeltijd van nieuwe features is misschien korter. En wat Jan Mohr eigenlijk heel leuk laat zien. Hij gebruikt eigenlijk misschien wel een beetje een infantiel voorbeeld, maar dat doet hij op basis van zijn dochtertje. En hij zegt zijn dochtertje die heeft Crocs schoenen. En die Crocs zegt hij, dat kan je bijna als de software zien. Maar je hebt allerlei zaken die je erop kan... Iedere schoen, dat zijn van die Jibbitz, heet dat, dat zijn van die dingetjes die je aan die schoenen kan vastmaken, als het ware. Iedereen kan het zelf op die manier customizen. Dus je kunt je eigen schoentjes maken als kind zijn. En hij zegt eigenlijk, je moet software een beetje zien als bestaande system of record. De software is eigenlijk de infrastructuurlaag. En bovenop die software kun je allerlei applicaties gaan bouwen met AI. Als een klant zegt van ik zou graag deze toegang... Ik zou graag deze features nog toegevoegd zien worden aan de software. Dan kun je dat nu veel makkelijker ontwikkelen. Dus met wie ga jij als klant van bijvoorbeeld een Chapters Group... Met wie ga jij deze software ontwikkelen? Dus gaan we toch even terug naar André Rieu, die symfonie. Ga je met een volledig nieuwe partij die software ontwikkelen? Ga je zelf die software ontwikkelen, of is het meest logische dat jij, zoals je dat eigenlijk altijd gedaan hebt, met jouw softwarepartner de dialoog aangaat en zegt: ja, we zouden graag nog deze verbeteringen willen doorvoeren. We zouden het interface op deze manier strakker willen hebben, we zouden deze features willen toevoegen. En als jij een AI-first bedrijf hebt, dan zal die softwareverkoper, die softwarepartner, die zal deze functionaliteit bij een volgende update gaan inbouwen. En omdat jij opeens meer waarde levert, kun je misschien wel een hogere prijs vragen voor je software. Maar omdat jij niet meer met mensen dit hoeft te doen, maar dit met AI kan doen, kan je dus ook met minder mensen uit en kunnen je marges misschien ook nog wel eens omhoog. En een ander aspect in het kansensegment waar weinig mensen nog, waar ik weinig mensen nog over gehoord heb in ieder geval. Stel nu, die multiples van die softwarebedrijven die staan onder druk. Dus de listed multiples worden geïmpaired. En misschien is ook wel de multiples van de niet beursgenoteerde bedrijven, die staan onder druk. Kennen wij bedrijven die softwarebedrijven kopen, die misschien gebaat kunnen zijn bij lagere multiples? Ik ken er wel een paar, we hebben er volgens mij een aantal genoemd vandaag. Is dat dan een risico? Of is het een kwestie van, ja, er zullen een aantal bedrijven zijn die gedisrupt worden, er zullen een aantal bedrijven zijn die gedisplaced worden. Let bij de VMS bedrijven bijvoorbeeld op een versnelling van de afschrijving of amortisatie van de goodwill. Of de immateriële activa. Let op een vertraging, misschien wel van de autonome groei. Of signalen die vanuit deze bedrijven naar buiten worden gebracht. Ik durf wel te stellen dat zowel Chapters als de Constellation Group en Topicus transparant genoeg zijn dat zij in hun rapportages zullen laten weten als er een impact is. Dus in die zin het ethische managementteam is ook duidelijk genoeg in hun communicatie, of je zult bij Chapters en bij

een Constellation, en Topicus, bijvoorbeeld bij hun jaarlijkse aandeelhoudersvergadering horen, waar een uitgebreide kans is voor Q&A, waar zij de transparantie zullen betrachten om dit mede te delen. Maar ja, voor mij is het nog niet duidelijk of dit een netto benefit of een contractor is. Er zijn vijf bedrijven van Chapters die worden gedisrupt. Nou, dat doet meer pijn op de portefeuille van Chapters dan op de portefeuille van Topicus. Maar omdat Chapters relatief kleiner is, zijn ze ook dynamischer, kunnen zij misschien actiever met AI gaan implementeren dan een Topicus of een Constellation. Aan de andere kant, als er bij Constellation honderd bedrijven gedisrupt worden van de 1400, zeg eens 100 van de 1400 worden gedisrupt binnen nu en twee, drie jaar door AI. Dat zijn natuurlijk leermomenten voor de rest van de bedrijven in de portefeuille. Dus dan is het opeens heel erg mooi dat jij via best practice sharing en de geleerde lessen kan delen. En dit bedrijf heeft eigenlijk te weinig met AI gedaan. En misschien is wel vanuit de sector een initiatief ontstaan om software te gaan ontwikkelen. Misschien is uit het niets een nieuwe toetredster begonnen, die een hele nieuwe concurrent gebouwd heeft, die steeds meer marktaandeel heeft veroverd. Ja, de bedrijven die niet AI-first zijn, die worden versneld gedisplaced. Dat zijn natuurlijk wel lessen die je met elkaar kan delen binnen de groep. Dat is het mooie van zo'n zelflerende organisatie.

Quinten Hafkamp: Nou, ben je overtuigd?

Rowan Nijboer: Nou ja, ik ben niet overtuigd van iets wat in ontwikkeling is. Dus dat gaan we zien. We zullen onze mening bijpassen als er iets anders is. Maar ik ben niet zo somber, alhoewel ik wel betwijfel of we het allemaal kunnen overzien en in welke mate. Maar ja, zoals bij elk bedrijf, zijn er wat dat betreft ook risico's en kansen.

Quinten Hafkamp: Wil je nog even kort de verdere risico's en kansen noemen? Veel zullen we ook al genoemd hebben, maar laten we het toch nog eventjes hier kort noemen.

Rowan Nijboer: Ja, misschien heel kort opsommend. Ja, die overname discipline, wat zo snel gaat dat er misschien slordigheden ontstaan en dat het te veel betaald wordt, bijvoorbeeld, of niet kwalitatief de juiste bedrijven gekocht worden. Die integratie van die Manuscript Method, dat dat toch te moeilijk is. Misschien de schulden. Het is allemaal prima draagbaar, maar ja, zo'n aankoop van Expatrio, die ze dan wel eigenlijk voornamelijk met leningen financieren. Schulden kun je natuurlijk altijd tegen je keren. Als de hele Manuscript Method niet werkt en het valt allemaal wat tegen, dan gaan schulden natuurlijk ook in één keer pijn doen en dergelijke. En het key man risico van dat Jan Mohr weggaat. En misschien bij een, omdat Fintiba die dochter dus zo groot is... Als die regulering van dat een blocked account wegvalt of iets dergelijks. Of dat Duitsland de grenzen dichtgooit voor buitenlandse studenten, wat ze natuurlijk niet moeten doen. Maar omdat het zo'n 30% is, gaat dat dan wel echt pijn doen. En de kansen? Ja, ik had nog de runway. Ja, zoals Michael eigenlijk al zegt, er zijn nog zoveel vele duizenden bedrijven geschikte overnamekandidaten. Toch ook wel die methode die ze willen implementeren. En AI net al besproken. En ook dat ze op termijn wel wat grotere overnames kunnen gaan doen. En dat dat dus langer het groeitempo kan volhouden. Michael?

Michael Gielkens: Kans of bedreigingen die we nog gemist hebben. We hebben volgens mij alles genoemd. Ik denk vooral het key man risk. Het level van compounden. Wat ik wel heel belangrijk vind voor mensen die een waardering willen maken van Chapters. Het full year 2025 rapport zal veel meer de belangrijke bewegende delen inzichtelijk maken. En per groep wordt er wat transparanter gerapporteerd. En ook wat laat ik zeggen, intuïtiever, want het is nu echt een ratjetoe met betrekking tot in het bedrijf in de cijfers duiken en daar een waardering op op maken. Ik kan me voorstellen dat dit voor veel mensen eigenlijk bij de too hard pile thuis hoort. Ik durf wel te stellen dat tenminste, dat is mij toegezegd, dit full year 2025-rapport, dat ongeveer in maart uitkomt, dus over een maandje of twee, tweeënhalf. En dan wordt het hopelijk ook wat makkelijker om voor investeerders om hun aannames te maken. En dan kan iedere belegger zijn eigen model bouwen, als het ware.

Quinten Hafkamp: Dan gaan we nu kijken hoe makkelijk het is om tot een volwaardige conclusie te komen. Ja, Michael heeft het misschien wel een beetje gegeven. Dus ik ga toch bij jou beginnen, Rowan.

Rowan Nijboer: Ja, ik vergelijk Chapters natuurlijk naast Topicus. Topicus is natuurlijk wel 30% gedaald. Ik vind Topicus ook echt historisch goedkoper. En ik denk echt dat dat erg aantrekkelijk is. Want in de basis doen ze grotendeels hetzelfde. In de basis zijn de businessmodellen niet zo risicovol als je zeven, acht keer de winst betaalt. Dan kan er niet zoveel gebeuren voor van die stabiele bedrijven. Of AI moet dus echt zo bizar goed worden waar we helemaal niks van voor kunnen stellen dat die al die bedrijven gaan disrupten. Ik zie dat gewoon nu nog niet voor me. En ja, het is al eerder aan bod gekomen. Topicus is denk ik veel meer een safe bet. En Chapters is ja de pot met goud, eventueel, een potentiële multi-bagger. Als ze het goed uitvoeren, dan zal dat waarschijnlijk zo zijn. Want de machine of het systeem, dat staat er wel. Daar geloof ik wel in. De vraag is nog, wat doen ze daar daadwerkelijk precies? Wat betalen ze daadwerkelijk uiteindelijk voor die bedrijven die ze kopen, waar ik dus niet echt zicht op heb, althans met vertraging. Dus daar moet je op het management vertrouwen. En ja, ik heb op zich geen slechte indruk gekregen met management, maar vaak vind ik het fijn om ze ook nog wat langer te volgen. Dus ik hoop wat betreft dat het dit jaar weer een beleggersdag is in Hamburg, want dat wordt ook weer berengezellig, natuurlijk. Wie weet, ik vind het wel een mooi bedrijf. Want er is gewoon best wel heel veel potentie. En het heeft me ook wel gesterkt in het vertrouwen voor Topicus dat overname, snelheid en dergelijke... Dat er dus wel kandidaten zijn om over te nemen. Chapters laat het gewoon zien. En ik denk dat een Topicus, die zullen de Chapters toch ook bestuderen en hoe ze daaraan komen en dergelijke. Ik zou me niet verbazen als dat straks met de AVA van Constellation Software een vraag overkomt. Hoe kan het dat zij dat tempo wel zo opvoeren in Europa? Althans vind ik een zou ik een terechte vraag vinden. Maar nee, prachtig bedrijf. Management en zo doet eigenlijk alles goed, zegt de juiste dingen, de juiste mentoren bij het bedrijf, de juiste aandeelhouders. En nu nog heel klein, zodat de grote jongens er amper in kunnen zitten. Althans, door fondsmanagers, behalve van die gekkies, zoals Michael Gielkens, die echt alles tot in diepe uitspitten. Er zullen niet veel fondsmanagers al echt actief naar kijken, omdat dat gewoon nog zo klein is.

Quinten Hafkamp: En Rowan, is het dan bij jou ook zo dat ze naast elkaar zouden kunnen bestaan in jouw portefeuille, of is het dan eerder dat je zegt van ik zou dan toch wel liever voor één van de twee gaan.

Rowan Nijboer: Nou, ik heb nu ongeveer 15% van mijn portefeuille in Topicus. Ik zou niet dan ook nog Chapters erbij kopen voor 5% en dan denk ik naar 20% gaan, dan zou ik bijvoorbeeld 5% van Topicus verkopen en 5% in Chapters stoppen, zodat ik niet daarin meer ga. Ze zouden prima naast elkaar bestaan. Normaal gesproken wil ik wel een soort van kiezen. Maar het is wel een heel ander profiel. Kijk, als je tussen een Mastercard of een Visa, hetzelfde profiel, kun je een keuze maken op basis van de waardering welke aantrekkelijker is. Bij deze twee is het weliswaar hetzelfde businessmodel, maar gewoon een heel ander profiel qua groeifase waar ze in zitten. Zou dat eerder in dezelfde portefeuille kunnen zitten? Dat een Chapters meer een multi-bagger potentieel is in de portefeuille, en dus ook wel een wat kleinere positie dan een Topicus. En misschien bewijzen ze zich over de jaren zo hard dat ik wel helemaal naar Chapters ga. Omdat dat gewoon, omdat Topicus toch te conservatief is qua groei en dergelijke en te groot is, dat zou ook kunnen. Naarmate ze zich dus meer bewijzen, dan kan dat zo groeien in de portefeuille.

Quinten Hafkamp: Nou, Michael, kom maar door met jouw conclusie.

Michael Gielkens: Kijk, wie echt in de details en de nitty gritty wil duiken, die zou ik de conclusies van onze eigen stukken op de site nog willen aanraden.

Rowan Nijboer: Zeker.

Michael Gielkens: We hebben sinds kort een nieuwe nieuwsbrief site. Dus daar kan je op Chapters heel goed zoeken. De conclusie die ik eraan zou verbinden is eigenlijk: ik kan mij heel goed voorstellen dat dit op de too hard pile komt voor heel veel mensen. Ik kan me voorstellen dat een bedrijf dat nog enigszins in de kinderschoenen staat, dat ook nog wat soms misschien wat naïeve foutjes maakt in de communicatie of dat soort zaken. Dat je zegt, nou ja, ik ga gewoon voor de safe bet van een Topicus of een Constellation. Ga je vanaf deze levels hele mooie returns op maken, daar ben ik in ieder geval van overtuigd. Ik denk Rowan ook wel. Maar het kan geen kwaad om wat Tom Gayner van Markel wel eens doet. Dat hij zegt: Ik neem gewoon een library card, een tracking positie. Ik stop een heel klein stukje van mijn kapitaal, stop ik erin. Daarmee ga ik het volgen. En naarmate je meer de convictie bouwt dat dit bedrijf de dingen op een goede manier voor elkaar heeft of voor elkaar krijgt, of als de case misschien wel wat meer derisked is. Heb je toch een stukje blootstelling, blijf je het bedrijf toch wel volgen. En kun je misschien geleidelijk aan, zoals het zegt, je positie wel wat omzetten. We hebben onze VMS exposure bijvoorbeeld ook tussen de 15 en 20%, maar we hebben dat wel bij vijf bedrijven gespreid. Waarvan een Chapters bijvoorbeeld eentje is, maar we hebben nog een kleinere speler waar we nog niet over geschreven hebben, die ook een soortgelijk groeivoet heeft, die heel hoge autonome groei heeft. Dat zijn manieren om een thema te spelen, maar wel gespreid. Natuurlijk zijn de Constellation en Topicus onze grotere namen. Maar in het bouwen van een portefeuille, als je zegt van: ik wil niet 20, 30 posities hebben,

dan is dat natuurlijk een ander verhaal. Dan is het logisch dat je een keuze maakt. Ik denk dat Topicus en Chapters best naast elkaar kunnen bestaan. En dan is mijn conclusie van: ik heb in ieder geval na een grondige due diligence, en nu vier, vijf keer met fysieke meetings met het management en meerdere calls... Ik stuur een mailtje naar Jan Mohr, krijg ik altijd binnen 20 minuten reactie. Of het nu vrijdagavond is, vakantieperiode is of gewoon een werkdag. Dat vind ik in ieder geval heel prettig. Dat geeft je wel die access, geeft je ook wel een comfortabel gevoel, moet ik zeggen. Ten opzichte van bij een Topicus heb ik nog niet met Robin van Poelje kunnen spreken. Ik weet wel dat directieleden van Topicus op onze nieuwsbrief geabonneerd zijn, dus dat vind ik wel leuk. Maar op mijn LinkedIn berichten hebben ze nog niet gereageerd. Mochten jullie luisteren dan graag alsnog reactie. Dus dat compenseert weer een beetje voor het feit dat de case van Topicus natuurlijk veel meer derisked is. Maar ja, misschien ook wel minder upside potentie heeft dan minder explosieve groeipotentie heeft dan een Chapters. Dat is gewoon zeggen het verschil tussen misschien venture capital en private equity. Je schiet wat meer met hagel met een kleinere, met een small cap. Maar je kunt daardoor ook een mooi rendement maken.

Quinten Hafkamp: Dan was dit hem voor Chapters Group. Michael, dan wil ik jou hartelijk bedanken voor je komst en alle inzichten en verhalen die je weer met ons hebt gedeeld. Zoals Michael zei, deelt hij zelf ook hele waardevolle dingen in zijn nieuwsbrieven. Echt een aanrader. Niet alleen over Chapters Group, maar ook over vele andere bedrijven. Luisteraar, mocht je nog vragen hebben naar aanleiding van deze Deep Dive, wat ik me kan voorstellen, deel ze dan ook gerust in de community waar Rowan in ieder geval meeleeft en Michael vast ook nog wel een keertje mee zal kijken. En dan zien we jullie volgende maand weer terug bij de volgende Deep Dive. Dankjewel.