



*The Specialist in Dutch small and midcaps*

## **INVESTMENT CASE**



## Inhoudsopgave

1.	Investeringsaanpak en -rationale Add Value Fund.....	5
2.	Casus Nedap .....	6
3.	Nedap in het kort .....	7
4.	Organisatiestructuur en activiteiten.....	8
5.	De Nedap-portfolio .....	10
6.	Internationale expansie.....	12
7.	De Klanten-portfolio .....	13
8.	Status quo en toekomstvisie.....	15
9.	Concurrentiepositie.....	17
10.	Projectie 2014 - 2017 .....	19
11.	Track record .....	20
12.	Cashflow overzicht.....	23
13.	Toegevoegde waarde per medewerker .....	24
14.	Onderzoek en ontwikkeling.....	25
15.	Productie Inventi .....	26
16.	Balans.....	27
17.	Management.....	28
18.	Groootaandeelhouders.....	29
19.	SWOT-analyse.....	30
20.	Conclusie en koersdoel .....	31
21.	Appendix Activiteiten Nedap (uitgebreid).....	32
	1. Security management.....	32
	2. Retail.....	34
	3. Livestock management.....	35
	4. Light controls.....	38
	5. Healthcare .....	39
	6. Identification systems .....	41
	7. Energy systems.....	42
	8. Library solutions .....	44

## Beurskoers 27 oktober 2014: EUR 27,80

Beurswaarde (mln)	EUR 186 mln
Aantal uitstaande aandelen	6.692.920
Vrij verhandelbaar	25%
Hoog / Laag 52 weken	EUR 33,50 / 26,22
Rendement 12 maanden	-1%
Beta vs. ASX-Index	0,70
Dividendrendement 2014	4,3%
Koers / Winstverhouding 2014	17,4
Bloomberg symbool	NEDAP NA
Reuters symbool	NEDPAS
Website	<a href="http://www.nedap.com">www.nedap.com</a>

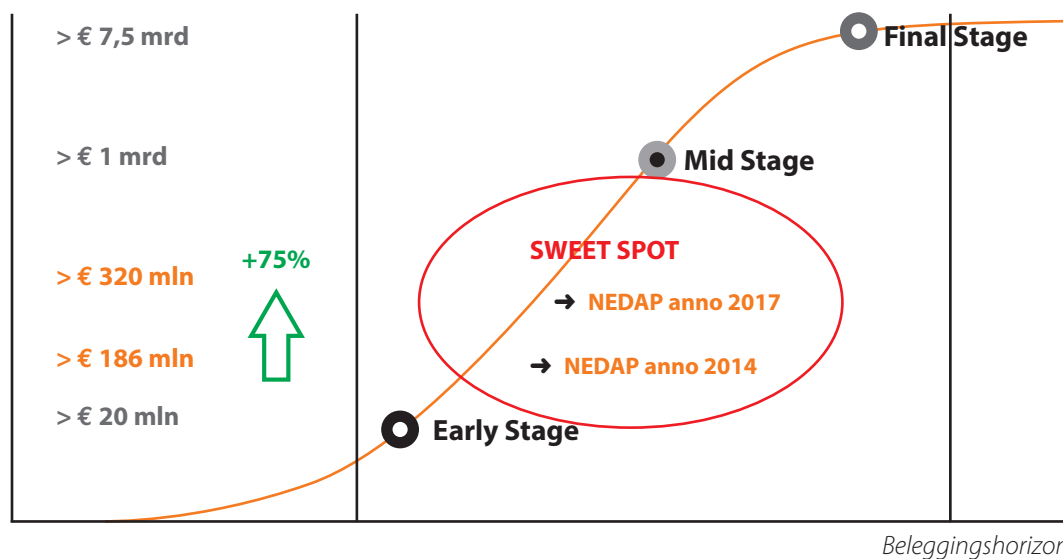


## 1. Investeringsaanpak en -rationale Add Value Fund

De Beheerders van Add Value Fund zijn continu op zoek naar ondergewaardeerde beursgenoteerde Nederlandse kleine- en middelgrote ondernemingen die wereldwijd actief zijn in **structurele groei-** en/of **nichemarkten**. Deze zogenaamde small- en midcaps of “**mini-multinationals**” hebben vanwege hun omvang een aantrekkelijker groeipotentieel dan grote ondernemingen of largecaps. Via een “**bottom-up stock picking**” aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – selecteren de Beheerders “**groebrijanten**” die zich in de stijl oplopende fase, ofwel de **sweet spot** van de **S-curve** bevinden.

### S-CURVE – van small- en midcap naar largecap

Beurswaarde



Beleggingshorizon

## 2. Casus Nedap

Nedap is typisch zo'n onderneming die zich nog in de **early stage** van de **S-curve** bevindt (zie grafiek op pagina 1) en actief is in structurele groei- en nichemarkten. In deze Investment Case zullen wij ingaan op de beleggingsmerites van Nedap dat de komende jaren puur autonoom kan uitgroeien van een smallcap tot een midcap onderneming.

### De belangrijkste kernpunten uit deze Investment Case:

- Nedap is onderweg op de *The Road to Excellence* om de gewenste positie als deelnemer in de Champions League te veroveren. De vooruitzichten om deze *step change* succesvol te ondergaan zijn als gunstig te kwalificeren.
- Strategische samenwerkingen en *partnerships* met grote multinationals bevestigen dit beeld. Unilever, H&M, Costco en andere multinationals kiezen wereldwijd voor Nedap-oplossingen.
- Nedap heeft de afgelopen jaren een kwaliteitsslag gemaakt door 430 zeer hoog opgeleide medewerkers aan te nemen en heeft afscheid genomen van 340 medewerkers die zich niet kwalificeerden om in de Champions League te spelen om de groei en de schaalbaarheid van de organisatie mogelijk te maken.
- Door de internationale expansie – *Nedap vermarkt haar producten en diensten inmiddels in 104 landen en heeft wereldwijd negen vestigingen* – is de omzet uit Nederland gedaald van bijna 50% van de groepsomzet in 2007 naar minder dan 30% in 2013. Deze tendens zal door het stijgende aantal internationale klanten en de wereldwijde *sales* en *marketing* toenemen.
- De voorspelbare en wederkerende dienstenomzet is sinds 2008 gestegen van 5% van de groepsomzet naar 12% in 2013 en zal op termijn kunnen stijgen naar circa 20%.
- Nedap heeft de afgelopen zeven jaar, ook in tijden van crisis, bijna € 100 mln geïnvesteerd in onderzoek en ontwikkeling – *gemiddeld circa 9% van de groepsomzet*. Hierdoor heeft Nedap een innovatie- en concurrentievoorsprong opgebouwd die zich de komende jaren zal vertalen in een stijgend marktaandeel en een omzet- en winstgroeiversnelling.
- De toegevoegde waarde marge per medewerker – *de key performance indicator* – is sinds 2007 aanzienlijk gestegen van 63% naar ruim 70% in 2014.
- De omzet zal in onze visie vanaf 2015 tot en met 2017 jaarlijks gemiddeld met 7,5% kunnen toenemen van circa € 185 mln in 2014 naar € 230 mln in 2017.
- Door marge expansie naar de geformuleerde doelstelling – *bedrijfswinst 10% van de omzet* – zal in dit scenario de netto winst in 2017 ruim € 18 mln bedragen, een stijging van 80% ten opzichte van 2013.
- Bij een gelijkblijvend aantal uitstaande aandelen zal de winst per aandeel in 2017 alsdan uitkomen op € 2,75 per aandeel, een stijging van 88% ten opzichte van 2013.
- Met behoud van de huidige beurswaardering van 17,4x de verwachte winst van € 1,60 per aandeel in 2014 kan in dit model een koersdoel worden geformuleerd van € 47,85 per aandeel in 2017.
- Inclusief het verwachte toekomstige dividendrendement kan het totaalrendement – *koerswinst plus dividenden* – uitkomen op ruim 90%.

### 3. Nedap in het kort

#### Wat is Nedap?

Nedap is aanbieder van producten en oplossingen die bijdragen aan een veiliger leef- en werkmilieu. De onderneming biedt een breed dienstenportfolio aan die is ondergebracht in acht marktgroepen. Nedap is toonaangevend in met name oplossingen op het gebied van Security Management (Europees marktleider), Retail en Livestock Management. Daarbij wordt de specifieke *know how* op het gebied van *Radio Frequency Identification* (RFID) en *Near Field Communication* (NFC) succesvol ingezet.

#### Waar staat Nedap?

De komende drie jaar is Nedap voornemens de organisatie verder op te schalen om uit te groeien tot een echte wereldspeler, waar nu nog slechts sprake is van een regionale dominantie in Noordwest-Europa. De eerste tekenen wijzen erop dat het management hiertoe de juiste strategie heeft ontwikkeld. Indien de organisatie erin slaagt het *Road to Excellence* programma adequaat te integreren, dan bestaat er zicht op een sterke opbrengsten- en winstgroei in de komende periode.

#### Wat verwachten we van Nedap?

Wij gaan, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, uit van opbrengsten van € 230 miljoen in 2017 – een jaarlijkse samengestelde groei van 7,5% vanaf het geschatte opbrengstenniveau van € 185 miljoen in 2014 – met een operationele marge van 10%. Hiermee correspondeert een winst per aandeel van € 2,75 en een verwacht dividend van € 2,06 per aandeel (pay-out ratio: 75%).

#### Koersdoel Nedap

Met behoud van de huidige beurswaardering van 17,4x de verwachte winst en een huidig dividendrendement van ruim 4%, kan een koersdoel van € 47,85 worden geformuleerd. Dit impliceert een opwaarts koerspotentieel van ruim 70% vanaf de huidige beurskoers van € 27,80. Inclusief het toekomstig dividendrendement komt het totaalrendement in 2017 uit op ruim 90%.

#### Welke positie hebben we in Nedap?

Add Value Fund bezit 3,36% van het uitstaande aandelenkapitaal van Nedap en het aandeel bekleedt momenteel de derde positie in de beleggingsportefeuille.

## 4. Organisatiestructuur en activiteiten



De N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek 'Nedap' is opgericht in 1929 te Amsterdam en sinds 1947 gevestigd in Groenlo. Nedap is wereldwijd actief en genoteerd aan Euronext Amsterdam sinds 1947.

Nedap is een fabrikant van intelligente technologische oplossingen voor relevante vraagstukken. Voldoende voedsel voor een groeiende bevolking, schoon drinkwater over de hele wereld, slimme netwerken voor duurzame energie zijn slechts een paar voorbeelden van onderwerpen waar Nedap zich mee bezighoudt. De dagelijkse leiding van Nedap is in handen van de Raad van Bestuur en de managers van de verschillende marktgroepen. De Raad van Bestuur van Nedap wordt gevormd door de heren Ruben Wegman (CEO) en Eric Urff, financieel directeur. De heer Urff heeft per 1 september 2014 de heer Ezendam opgevolgd en zal na goedkeuring van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders op 2 april 2015 worden benoemd als statutair directeur.

Nedap heeft wereldwijd ruim 750 medewerkers in dienst. Het merendeel daarvan werkt in Groenlo, ongeveer 450 personen. De overige medewerkers zijn werkzaam in één van de vestigingen wereldwijd. Naast het hoofdkantoor in Groenlo zijn er wereldwijd nog negen Nedap vestigingen, te weten in België, Groot-Brittannië, Duitsland, Frankrijk, Spanje, China, Hongkong, Dubai en Boston. Daarnaast hebben de verschillende marktgroepen wereldwijd agenten en partners om de lokale markten optimaal te kunnen bedienen.

Nedap onderneemt in technologie die ertoe doet, bijna al haar activiteiten zijn gecentreerd rondom vijf relevante thema's:

- **Energie:** de wereldmarkt voor energie gaat de komende decennia sterk veranderen. Meer dan 1,6 miljard mensen heeft nog geen stroom, en de vraag vanuit het westen en opkomende economieën blijft toenemen. Elektriciteitsnetwerken zijn daar niet op berekend en worden instabiel. Energie zal steeds meer duurzaam en lokaal opgewekt moeten worden en we zullen efficiënter met elektriciteit om moeten gaan. Nedap draagt daaraan bij met creatieve technische oplossingen.
- **Veiligheid:** de beveiliging van vliegvelden, banken, kantoren, bedrijven en (overheids-) instellingen wordt steeds belangrijker. Technologische ontwikkelingen volgen elkaar snel op. Niet alleen willen we ongewenste bezoekers buiten de deur houden,

we willen ook kunnen nagaan wie zich wanneer waar bevindt. Nedap draagt daaraan bij door intelligente oplossingen voor veilige leef- en werkomgevingen.

- **Water:** schoon, helder drinkwater is voor ons in het westen de normaalste zaak van de wereld. Het kost bijna niets en zonder er over na te denken draaien we de kraan open. Het is bijna onvoorstelbaar, maar tegelijkertijd heeft meer dan een miljard mensen op de wereld helemaal geen toegang tot schoon drinkwater. Vanuit die gedachten ontwikkelt Nedap oplossingen voor schoon en veilig drinkwater.
- **Agri:** Door de groeiende wereldbevolking en de stijgende welvaart neemt de mondiale vraag naar vlees en zuivel toe. Dat legt grote druk op schaarse bronnen als voeder, water en energie. Alleen door over te stappen op duurzame, efficiëntere productietechnieken gaat het lukken om ook in de toekomst aan de groeiende vraag te blijven voldoen. Nedap levert duurzame systemen die de veehouder daarmee op een diervriendelijke manier helpen.
- **Gezondheidszorg:** Voor een verpleegkundige of verzorgende komt de cliënt altijd op de eerste plaats. Goede zorg, daar gaat het om. In een tijd van toenemende vergrijzing en personeelstekort maakt Nedap dat eenvoudiger. Nedap automatiseert de administratie volledig zodat het personeel er geen omkijken naar heeft en er meer tijd voor zorg overblijft.

Nedap bestaat uit verschillende marktgroepen, elk gericht op een eigen marktsegment. Elke marktgroep is zowel verantwoordelijk voor de ontwikkeling als het vermarkten en verkopen van haar producten.

- **Identification Systems** ontwikkelt systemen op het gebied van herkenning, identificatie en management van voertuigen en bestuurders.
- **Energy Systems** ontwikkelt en vermarkt de PowerRouter, een volledig geïntegreerd energie-management systeem. Hiermee kan iedereen zijn eigen netwerk voor duurzame energie bouwen.
- **Healthcare** automatiseert de administratie in de thuiszorg volledig zodat het personeel er geen omkijken naar heeft en er meer tijd voor zorg overblijft.
- **Library Solutions** levert een pakket bouwstenen waarmee bibliotheken efficiënt en doeltreffend hun werk kunnen doen.
- **Light Controls** ontwikkelt intelligente drivers en software die onder andere UV, HID en QL lampen aansturen. Door de slimme elektronica zijn de lampen perfect in te stellen op de behoefte van de gebruiker.
- **Livestock Management** ontwikkelt automatiseringssystemen voor het veehouderijbedrijf over de hele wereld. Door processen als voeren, melken, selecteren en tochtdetectie te automatiseren is het mogelijk om effectiever met productiemiddelen om te gaan.
- **Pep** is een uniek registratiesysteem voor de uitzendbranche. Pep brengt de normaliter tijdrovende administratiewerkzaamheden terug naar een uur per week.
- **Retail** draagt bij aan een optimale en unieke winkelomgeving. Dit doet Nedap door het leveren van innovatieve en slimme producten die bijdragen aan de beleving die de retailer voor zijn bezoekers wil creëren. Met deze producten kunnen retailers meer profijt halen uit iedere winkel.
- **Security Management** ontwikkelt en vermarkt AEOS, een beveiligingssysteem dat zekerheid biedt en wordt vertrouwd door banken, vliegvelden, overheden en raffinaderijen over de hele wereld. *(Uitgebreid overzicht van alle marktgroepen zie Appendix pagina 32)*



## 5. De Nedap-portfolio

Nedap is georganiseerd in compacte marktgroepen. Ieder van deze marktgroepen beschikt over eigen ontwikkel- en verkoopkracht. Dit bevordert het directe contact met de markt en de snelheid waarmee beslissingen worden genomen. Snelle terugkoppeling over nieuwe technologie-toepassingen op basis van *RFID (Radio Frequency Identification)* zorgt ervoor dat de echte gebruikerswaarde doeltreffender wordt gevonden. Dit vormt de basis voor het versterken en uitbouwen van de marktposities van Nedap. De afgelopen jaren is gebleken dat de verschillende marktgroepen op tal van technologische gebieden wereldwijd een leidende rol spelen. Een voorbeeld daarvan is de *Near Field Communication (NFC)* technologie, die inmiddels wereldwijd toepassing vindt. Met NFC kan een mobiele telefoon worden gebruikt voor contactloze creditcard betalingen, toegangscontrole en tal van andere toepassingen. Al sinds 2005 heeft Nedap als een van de eerste bedrijven praktijkervaring opgebouwd met NFC-toepassingen. Zo maken in de marktgroep Healthcare anno 2014 ruim 50.000 zorgprofessionals gebruik van hun NFC-telefoon om de geleverde zorg eenvoudig en betrouwbaar te registreren. De goede balans die Nedap heeft weten te vinden tussen nieuwe technologie en praktische toepasbaarheid, zorgt ervoor dat Nedap nu een gesprekspartner is van de grootste mobiele telecombedrijven. Zo staat Nedap vooraan wanneer over nieuwe ontwikkelingen wordt gesproken en NFC in andere markten wordt geïntroduceerd. Ook bij ontwikkelingen op het gebied van bijvoorbeeld het dynamisch lokaliseren van objecten, energiezuinige draadloze netwerken en de opvolger van de barcode, de *Electronic Product Code (EPC)*, speelt Nedap een vooraanstaande rol.

De kracht van Nedap is het combineren van de focus van een marktgroep met een voldoende brede portfolio aan activiteiten binnen de gehele organisatie. Voortdurend worden nieuwe inzichten op het gebied van technologie, markt en ondernemerschap bij één marktgroep door andere marktgroepen overgenomen. Deze kruisbestuiving leidt ertoe dat Nedap sneller en tegen lagere kosten innoveert dan de meeste van haar concurrenten. Nedap geeft geen inzicht in de omzet- en winstontwikkeling per marktgroep. In de Appendix is een overzicht gegeven van de historie, de recente ontwikkelingen en de vooruitzichten per marktgroep. Op deze wijze wordt toch een indicatie gegeven van de slagkracht en het toekomstig perspectief van de kennisportfolio van Nedap. Op basis van historische gegevens en een interne analyse lijkt de volgende opbrengsttoedeling per 2013/2014 een redelijke inschatting.

Marktgroep	Opbrengsten (tax) € mln	%
Security Management	40	23
Retail	38	22
Livestock Management	29	17
Light Controls	23	13
Healthcare	15	9
Identification Systems	14	8
Energy Systems	11	6
Library Solutions	4	2
Totaal	174	100

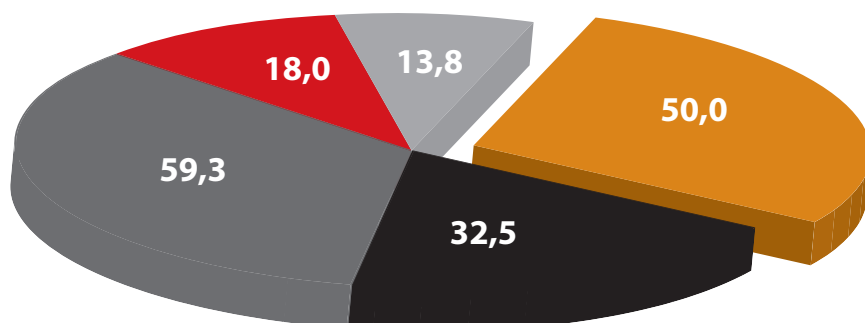
Bron: Add Value Fund Management

## 6. Internationale expansie

Door de internationale expansie van Nedap heeft er de afgelopen jaren een behoorlijke verschuiving plaatsgevonden in de afzetgebieden. In 2007 behaalde Nedap nog bijna de helft van de groepsomzet uit Nederland. Inmiddels is dat percentage gedaald naar minder dan 30%. Deze daling komt met name door de sterke internationale groei die Nedap heeft doorgemaakt maar ook door de strategische keuze om geleidelijk te stoppen met de toeleveringsactiviteiten die voornamelijk plaatsvonden in Nederland.

De omzet in Duitsland en Noord-Amerika is sinds 2007 met respectievelijk 84% en 59% gestegen. Maar ook de omzet in overig Europa en overige landen is sindsdien fors gestegen met respectievelijk 43% en 305%, waarbij overig Europa qua omvang nu Nedap's grootste afzetgebied is. Omdat Healthcare de enige marktgroep is binnen Nedap die zich volledig concentreert op de lokale zorgmarkt en alle overige marktgroepen wereldwijd actief zijn, zal de geografische omzetspreiding de komende jaren alleen maar toenemen en de afhankelijkheid van Nederland verder afnemen.

**Geografische afzetgebieden 2013 (in € mln)**



*Er zijn geen afnemers met een omzet hoger dan 10% van de totale opbrengsten.*

- Nederland 29%
- Duitsland 19%
- Overig Europa 34%
- Noord-Amerika 10%
- Overige landen 8%

## 7. De klanten-portfolio



### Unilever kiest voor fysieke toegangsooplossingen van Nedap

Eind januari 2013 werd, na een strenge selectieprocedure, Nedap's security management systeem door Unilever verkozen tot beste wereldwijde oplossing. De flexibiliteit, schaalbaarheid en bruikbaarheid van het systeem gaven de doorslag. Via het AEOS-systeem worden wereldwijd meer dan 20.000 deuren beveiligd in meer dan 800 fabrieken. Naast videobewaking biedt Nedap wereldwijde ondersteuning, implementatie en onderhoud.

*Ian Dunning, Global Facilities Director bij Unilever: "de strategische samenwerking en partnership met Nedap vormen een belangrijk onderdeel voor ons wereldwijde harmonisatie programma van instrumenten en processen om werkplekken te flexibiliseren tegen de laagst mogelijke kosten. Daarnaast biedt het AEOS-systeem waardevolle bedrijfsinformatie zoals managementrapporten die wij kunnen centraliseren en vanaf een enkele database voor alle Unilever vestigingen kunnen gebruiken."*

### Marktomvang toegangscontrole

De Europese markt voor toegangscontrole is zeer versnipperd. Er zijn ongeveer 140 aanbieders actief die een totale omzet genereren van € 350 - 500 miljoen op jaarbasis. Dit komt neer op een gemiddelde omzet van € 3 miljoen per aanbieder. Nedap's Security Management realiseert met alleen toegangscontrole-oplossingen een omzet van ruim € 20 miljoen op jaarbasis en is hiermee leidend in de markt. Naast Unilever behoort ook Nestlé tot de aansprekende klanten van Security Management.



### H&M verlengt wereldwijd contract met Nedap voor RFID-ready artikelbeveiligingssysteem

Eind januari 2014 heeft Nedap het wereldwijde contract met H&M, één van de grootste kledingketens ter wereld, verlengd. Nedap gaat de elektronische artikelbeveiligings-systemen (EAS) leveren. Het meer-jarencontract omvat de wereldwijde levering en installatie van EAS-systemen en labels voor nieuwe en gerenoveerde winkels. H&M heeft opnieuw voor de strategische samenwerking met Nedap gekozen vanwege de sterk presterende systemen en de integrale, vooruitstrevende aanpak van diefstalpreventie. De gekozen EAS-oplossing biedt ook een toekomstbestendig RFID-upgradetraject, waardoor het in de toekomst eenvoudig en tegen minimale kosten mogelijk is om over te stappen op RFID-technologie.

Daarnaast biedt Nedap H&M wereldwijd op locatie en online professionele ondersteuning met een volledig cloudgebaseerde benadering van beveiliging en diefstalpreventie. Deze oplossing voorziet H&M van *exception based* management-informatie die afkomstig is van aangesloten Nedap-systemen. De inzage in *realtime* gegevens van alle aangesloten systemen helpt H&M om de prestaties van iedere winkel continu te verbeteren.



### **Costco Wholesale selecteert Nedap voor vervanging verlichting**

Vanwege de stijgende energiekosten startte de marktleider en toonaangevende Amerikaanse groothandelsketen eind 2013 met het vervangen van de verlichting in haar Oost-Canadese vestigingen. Het belangrijkste doel van de vervanging is een drastische verlaging van de energie- en onderhoudskosten, en tegelijkertijd het verbeteren van de kwaliteit van de verlichting. Hierdoor biedt deze groothandel een superieure winkelervaring aan haar klanten en behaalt zij continue besparing door de innovatieve en efficiënte verlichtingsoplossing.

De intelligente verlichtingsoplossing van Nedap levert meteen energiebesparingen op vergeleken met de huidige verlichtingsinstallaties. Het grootste deel van de energiebesparing wordt echter bereikt met het lichtmanagement systeem. Dit systeem bestaat uit een combinatie van dimbare armaturen met geïntegreerde draadloze communicatie en intuïtieve software voor de lichtregeling. Hierdoor realiseert de groothandelsketen een flinke verlaging van de energie- en onderhoudskosten, dankzij onder andere uitgekende tijdschema's, het benutten van het aanwezige daglicht en bewegingsdetectie.

Het unieke gedistribueerde lichtmanagement systeem van Nedap, Luxon Live, is ontworpen vanuit het gebruikersperspectief en is inzetbaar voor één locatie of voor meerdere vestigingen wereldwijd. Het systeem maakt gebruik van voortdurende communicatie van en naar de armaturen en maakt de status van het verlichtingssysteem te allen tijde inzichtelijk. De verkregen informatie wordt omgezet in een begrijpelijke rapportage, geschikt voor volledige analyse, diagnose en is bijzonder nuttig bij bijvoorbeeld vergelijking tussen locaties onderling.

*Het project is eind 2013 van start gegaan en zal de komende jaren verder worden uitgerold. Naar verwachting zal Nedap met deze vervangingsoperatie per vestiging circa € 300.000 omzet kunnen genereren. Costco heeft wereldwijd momenteel 663 warehouses in gebruik waarvan 20 in Canada. Het totale opbrengstenpotentieel zou voor Nedap dus zeer significant kunnen zijn.*

## 8. Status quo en toekomstvisie

De opbrengstengroei in de eerste zes maanden van 2014 werd gerealiseerd door de marktgroepen Healthcare, Light Controls, Livestock Management en Retail. De marktgroep Security Management noteerde stabiele opbrengsten, terwijl de marktgroepen Energy Systems, Identification Systems en Library Systems achterbleven bij de overeenkomstige periode in 2013. Met name de achteruitgang bij Energy Systems kwam onverwacht en was het gevolg van nieuwe overheidsmaatregelen die tot terughoudendheid bij afnemers leidde. Overigens bleven de marktomstandigheden uitdagend. De markten waarop Nedap actief is worden gekenmerkt door toenemende transparantie, convergentie van lokale markten naar één globale markt en door de opkomst van nieuwe technologieën. De markten worden turbulenter en steeds minder 'vergevingsgezind'. Dit betekent dat de eisen die aan proposities worden gesteld voortdurend en drastisch omhoog gaan, maar ook dat de organisatie snel verder internationaliseert en professionaliseert. Op korte termijn blijven de marktgroepen gevoelig voor de huidige onzekere en volatiele economische omstandigheden in een aantal voor hen relevante regio's en sectoren. Dit vertaalt zich onder meer in prijsdruk en langere beslissingstrajecten bij afnemers, deels door het moeilijk beschikbaar komen van financiering. Daarnaast is de marktgroep Energy Systems zeer gevoelig voor overheidsmaatregelen inzake duurzame energie. Het aantal medewerkers bleef, na een sterke toename in de afgelopen jaren, op het niveau van begin dit jaar (754 medewerkers). Met de vakorganisaties is een akkoord bereikt over een nieuwe CAO met een looptijd tot en met 31 maart 2015. Onderdelen hiervan zijn een salarisverhoging per 1 april 2014 van 1,75% en – gezien het behaalde resultaat in het eerste halfjaar – een eenmalige uitkering van 0,25% in september 2014.

In € mln	1H2014	1H2013	%-verandering
Opbrengsten	87,2	82,0	+6
Bedrijfslasten	80,5	76,0	+6
Bedrijfswinst	6,7	6,0	+11
Rentelasten	-0,3	-0,3	-
Winsttaandeel Nedap France	0,1	0,3	-67
Winst voor belasting	6,5	6,0	+8
Belastingen	-1,1	-1,0	+10
Netto winst	5,4	5,0	+6
<b>Winst per aandeel (in €)</b>	<b>0,80</b>	<b>0,75</b>	<b>+7</b>

**Voor het gehele jaar 2014 wordt – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – eveneens een stijging van de opbrengsten (2013: € 173,7 miljoen) verwacht. Over het resultaat 2014 kan – gezien de vele onzekerheden en de relatief hoge toegevoegde waarde van de opbrengsten – nog geen uitspraak worden gedaan.**

Om te kunnen blijven ondernemen op een wijze die Nedap sterk maakt, hanteert de directie als financiële normen een bedrijfswinst van minimaal 10% van de opbrengsten en een rentabiliteit op het eigen vermogen van 15 - 20%. Door het innovatieve karakter van Nedap en de vaak projectmatige aard van de opdrachten wordt een solvabiliteit van circa 45%, uitgaande van de autonome groei, wenselijk geacht. Hierbij wordt in het Eigen Vermogen het uit te keren dividend niet meegerekend. Over 2013 bedroeg de bedrijfs-winst 6,8%, de rentabiliteit op het eigen vermogen 21,2% en de solvabiliteit 41%. Nedap verwacht op middellange termijn de gestelde doelen, en dan met name de operationele marge van tenminste 10%, te realiseren.

Op korte termijn, wij interpreteren dit als de periode 2014 - 2016, geeft Nedap prioriteit aan het (verder) internationaliseren en professionaliseren van de organisatie. Daartoe wordt geïnvesteerd in mensen, marketing en ontwikkeling. Daarbij wordt bewust gekozen voor de groeimogelijkheden op langere termijn, ook wanneer dit ten koste gaat van het korte termijn resultaat. Met de verdere internationalisatie nemen ook de kosten toe, waaronder kosten voor uitbreiding van het netwerk van businesspartners, keurings- en certificeringskosten als ook de juridische kosten.

De filosofie die Nedap hanteert gaat uit van de volgende aannames. Het management constateert fundamentele verschuivingen in de markten waarop zij actief is. Zo zorgt toenemende transparantie ervoor dat klanten steeds eenvoudiger producten/diensten met elkaar kunnen vergelijken. De convergentie van lokale markten naar één globale markt betekent dat regionale leidende posities irrelevant kunnen worden. De razend-snelle opkomst van nieuwe technologieën leidt ertoe dat hele productlijnen achterhaald kunnen raken. Nedap constateert dat door deze ontwikkeling een steeds groter deel van de markt door een steeds kleiner aantal leidende spelers wordt ingenomen. Dit zijn partijen die voldoende winst genereren om zich de investeringen in nieuwe generaties producten/diensten te kunnen permitteren en zo hun voorsprong verder uit te breiden.

Nedap heeft zich ten doel gesteld om deel uit te gaan maken van deze leidende groep spelers. In eigen bewoordingen: Nedap wil in de Champions League spelen! Er is daartoe de laatste jaren toptalent geworven en tevens voortdurend doorgeselecteerd. Op een personeelsbestand van 740 - 750 medewerkers zijn er in de afgelopen vijf jaar 430 – met name hoog opgeleide – medewerkers aangenomen en is afscheid genomen van 340 medewerkers. Teneinde de organisatie voor te bereiden op haar rol in de Champions League is Nedap in 2012 gestart met het *Road to Excellence* programma. Het centrale doel van dit programma is de medewerkers voor te bereiden op groei door het vergroten van de schaalbaarheid van de organisatie. De schaalbaarheid van een organisatie bepaalt in welke mate een organisatie kan groeien zonder een scherpe stijging van het aantal medewerkers. Het programma heeft een looptijd van vijf jaar, waarin stap voor stap de verschillende aspecten van de organisatie worden aangepakt en verbeterd. In 2012 is gestart met de onderdelen Operational Excellence en People Excellence.

Met *Operational Excellence* wordt ernaar gestreefd om het hele proces van het verwerken van bestellingen te optimaliseren en zo schaalbaarder te maken. Hierdoor kunnen levertijden worden verkort, leverbetrouwbaarheid worden verhoogd, voorraden worden

teruggebracht en kostprijzen worden verbeterd. Het onderdeel *People Excellence* richt zich op het aantrekken van toptalent, het verder ontwikkelen van het aanwezige talent en het beter inzetten van het talent binnen Nedap. Vorig jaar is van start gegaan met de onderdelen *Development Excellence* en *Support Excellence*. Met *Development Excellence* worden de ontwikkelprocessen aangepakt. Doel is ervoor te zorgen dat voortaan precies die producten worden ontwikkeld waarmee Nedap leidende marktposities kan veroveren. Bovendien moet de eenvoud, maakbaarheid en betrouwbaarheid van de producten zodanig zijn dat deze snel wereldwijd probleemloos kunnen worden verkocht en geïnstalleerd. Tegelijkertijd is het streven de kosten van de ontwikkelprocessen te verlagen en de doorlooptijd te verkorten. Het *Support Excellence* onderdeel richt zich op het professionaliseren van de supportactiviteiten. Om wereldwijd business partners succesvol te trainen en te ondersteunen zullen geheel nieuwe middelen moeten worden ingezet. Trainingsprogramma's moeten worden verbeterd en door het gebruik maken van externe trainers en elektronische hulpmiddelen zal de schaalbaarheid sterk toenemen. Bovendien vergt het uitrollen van grote internationale projecten een geheel eigen vaardigheid die verder moet worden ontwikkeld. In de marktgroep Retail heeft Nedap een aantal kernklanten in RFID. Met deze klanten worden pilots afgesproken, waarbij een continue productverbetering voorop staat. De Nedap software is erop gericht dat op afstand nieuwe functionaliteit geïmplementeerd kan worden. In dit traject kan de klant in het begin wel eens teleurgesteld zijn in de prestaties van het product, maar weet tegelijkertijd dat het product telkens beter wordt. Parallel krijgen de Nedap-medewerkers gedurende dit traject door gesprekken met de klant, steeds meer informatie over wat voor de klant echt belangrijk is en wat hij verwacht van het product. Door de continue uitwisseling van informatie met de sleutelklant kan sneller worden gekomen tot een werkbaar product, met betere specificaties dan de concurrent op dit vlak. Sleutelklanten wordt eerlijke informatie over het bestaande product verstrekt, waarna gezamenlijk wordt gewerkt aan de verdere ontwikkeling van het product. De intellectuele eigendomsrechten blijven bij Nedap, waarbij de desbetreffende klant een recht van gebruik wordt toegekend.

Bij een kwalificatie voor het spelen in de Champions League hoort ook een aangepaste beloningsstructuur. Daartoe is het Nedap Additioneel Participatie Plan 2013 - 2017 (NAPP) in het leven geroepen. Het NAPP heeft als doel om een duurzame balans te vinden tussen het gevraagde persoonlijk ondernemerschap van de Nedap medewerkers en de mogelijkheid om als medewerker te delen in buitengewone resultaten van het bedrijf. Het NAPP staat volledig los van bestaande afspraken over salaris en winstdeling en valt als zodanig buiten de Nedap CAO. Het plan geldt voor medewerkers die een medewerkerovereenkomst voor bepaalde of onbepaalde tijd met Nedap N.V. hebben. Kern van het plan is dat wanneer de winst voor belastingen harder stijgt dan 5% per jaar medewerkers mee gaan delen in de winst. De winst voor belastingen in 2012 (€ 16,313 miljoen) geldt daarbij als startpunt. Na ieder boekjaar zal worden vastgesteld of de winst voor belastingen boven de drempelwaarde van dat jaar uitkomt. Indien dat het geval is, wordt er een winstpool gecreëerd door de winst boven de drempelwaarde te delen tussen medewerkers en aandeelhouders. Van de winst voor belastingen boven de drempelwaarde wordt 40% gestort in de winstpool voor medewerkers. Mocht er in een jaar sprake zijn van bijzondere omstandigheden, dan kan de directie altijd afwijken van deze berekening voor het vaststellen van de winstpool.



## 9. Concurrentiepositie

Een breed gediversifieerde onderneming als Nedap laat zich moeilijk vergelijken met een (inter)nationale *peer group*. Gezien het feit dat beveiligingsoplossingen een belangrijk deel van de activiteiten beslaan, ligt het voor de hand in deze sector naar vergelijkbare ondernemingen te zoeken. In dit kader kwalificeren zich drie beursgenoteerde ondernemingen die zich eveneens specialiseren in beveiligingsoplossingen.

- **Tyco Retail Solutions** (TRS), onderdeel van het grote Amerikaanse conglomeraat Tyco International, is een belangrijke speler voor geïntegreerde *performance* en *security* oplossingen. TRS is actief in 70 landen en meer dan 80% van de 200 grootste retailers ter wereld gebruikt hun oplossingen. Een belangrijk voorbeeld daarvan is het onlangs vernieuwde contract met de grote kledingretailer Zara, onderdeel van de Spaanse Inditex Group. Zara is de belangrijkste concurrent van H&M, waarvan Nedap's marktgroep Security Management het contract voor RFID-ready artikel-beveiligingssysteem recent heeft verlengd. TRS gaat wereldwijd alle 700 Zara-winkels voorzien van *Inventory Intelligence* op basis van RFID-oplossingen. Met dit systeem kunnen winkelvoorraden *realtime* worden gemonitord zodat de juiste producten op de juiste tijd en plaats zijn. Door voorraadoptimalisatie zal volgens Inditex de omzet verder toenemen en marges zullen verbeteren.
- **Checkpoint Systems** is wereldmarktleider op het gebied van oplossingen voor de retail-industrie, gericht op de beperking van verliesderving, voorraadbeheer en display merchandising. Als zodanig dus een directe concurrent van Nedap's marktgroep Retail. Checkpoint Systems heeft haar oplossingen gebaseerd op RFID-expertise die zij de afgelopen 45 jaar heeft opgebouwd. Het management van Checkpoint Systems verwacht voor 2014 een omzet van \$ 675 - 715 miljoen te realiseren met een EBITDA van \$ 70 - 80 miljoen (brutomarge: 10,8%) en een winst per aandeel van \$ 0,65 - 0,75. Tegen de huidige beurskoers van \$ 12,08 wordt daarmee 17,3 maal de verwachte winst voor aandelen Checkpoint Systems betaald. De onderneming keert geen dividend uit.
- **TKH Group** speelt met haar kerntechnologie Vision & Security systemen, onderdeel van het business segment Building Solutions, in op de behoefte aan geïntegreerde beveiligings-oplossingen zoals toegangscontrole, professionele communicatie en camerabewaking gebaseerd op flexibele IT-infrastructuren. Als zodanig dus een directe concurrent van Nedap's marktgroep Security Management. Het management van TKH Group verwacht voor 2014 een nettowinst – voor amortisatie en eenmalige baten en lasten – tussen € 75 en 82 miljoen, overeenkomend met een verwachte winst per aandeel van circa € 2,05. Tegen de huidige beurskoers van € 23,50 wordt 11,5 maal de getaxeerde winst voor aandelen TKH Group betaald en komt het dividendrendement, uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 50% van de nettowinst, op circa 4,4%.

*De aandelen Nedap noteren thans een beurskoers van € 27,80. Wij taxeren een winst per aandeel 2014 van € 1,60 (2013: € 1,46), waarmee de aandelen tegen circa 17,4 maal de verwachte winst worden verhandeld. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 75% van de nettowinst, komt het dividendrendement op circa 4,3%.*

## 10. Projectie 2014 - 2017

Onze taxatie voor het lopende boekjaar 2014 sluit voor de opbrengsten aan bij de prognose van het management. Wij voorzien een verdere groei tot een niveau van € 185 miljoen (2013: € 173,7 miljoen), een stijging van 6,5%, nagenoeg gelijk aan de opbrengsttoename in het eerste halfjaar. Daarnaast voorzien wij een lichte verbetering van de operationele marge tot 7% (2013: 6,8%). De voortdurende hoge investeringen ten behoeve van versterking van de interne organisatie, alsmede de terughoudendheid tot investeren bij afnemers in enkele marktgroepen, staan een hoger resultaat voorlopig in de weg. Wij voorzien in de jaren na 2014 een gemiddelde autonome groei van de opbrengsten tussen 5 en 10% alsmede een geleidelijke stijging in de operationele marge. Onvoorziene omstandigheden voorbehouden, zou in 2017 de nagestreefde operationele marge van 10% moeten kunnen worden gerealiseerd, omdat het transitietraject dan volledig is afgelegd en Nedap de beoogde status als Champions League deelnemer moet hebben verzekerd. Op basis van opbrengsten van circa € 230 miljoen in 2017 (i.e. een samengestelde groei van 7,5% vanaf aanvangsjaar 2014) en een bedrijfswinst van € 23 miljoen, onder aftrek van € 0,5 miljoen rentelasten, volgt een getaxeerde nettowinst van circa € 18,4 miljoen – bij een belastingdruk van circa 18%. Dit komt overeen met een verwachte winst per aandeel 2017 van € 2,75. Bij een veronderstelde gelijke pay-out ratio van 75% van de nettowinst, komt het dividend per aandeel op € 2,06.

*Wanneer de beurswaardering voor Nedap gelijk blijft, zou derhalve ruimte bestaan voor een opwaarts koerspotentieel van ruim 72% van de huidige € 27,80 naar circa € 48,- per aandeel.*

## 11. Track record

(Bedragen in € miljoen)

Jaar	Omzet	Bedrijfsresultaat	Marge (%)	Winst	Marge (%)
2014tax	185,0	13,0	7,0	11,0	5,9
2013	173,7	11,8	6,8	9,8	5,6
2012	171,9	16,4	9,5	13,5	7,9
2011	152,3	13,9	9,1	11,0	7,2
2010	133,6	10,6	8,0	8,8	6,6
2009	115,2	2,0	1,7	1,1	1,0
2008	143,0	19,4	13,6	13,9	9,7
2007	145,8	19,9	13,6	14,3	9,8
2006	138,5	17,5	12,6	12,4	9,0
2005	121,4	13,0	10,7	8,7	7,1
2004	124,4	16,8	13,5	11,4	9,1
2003	123,9	16,4	13,3	10,9	8,8

### Het track record van Nedap valt in drie perioden uiteen:

- **De periode 2003 - 2008**

Gedurende deze opgaande economische cyclus wist Nedap een gemiddelde jaarlijkse opbrengstengroei van circa 3% te realiseren, terwijl de brutomarge een stijging vertoonde van 16,4% naar 19,4% en de nettomarge van 8,8% naar 9,7%. In de boekjaren 2003 en 2004 werden omzet en winst gestuwd door een mega-order van de Ierse overheid voor 7.000 stemmachines ter waarde van € 33 miljoen. Omdat in 2005 geen omzet uit stemmachines werd gerealiseerd, moest over dit jaar eenmalig een omzet- en resultatenteruggang worden gerapporteerd.

- **De periode 2008 - 2010**

Nedap werd hard geraakt door de recessie van 2008 - 2010. In het resultaat over 2009 was overigens een buitengewone last ter grootte van € 4,7 miljoen begrepen. In dat jaar werd een reorganisatie doorgevoerd, met een verlies van 56 arbeidsplaatsen, waarbij een groot deel van de productiecapaciteit werd geconcentreerd bij dochteronderneming Inventi in Neede. Deze reorganisatie heeft tot structurele besparingen van ruim € 2 miljoen op jaarbasis geleid. Wanneer de reorganisatielast buiten beschouwing wordt gelaten, zou het bedrijfsresultaat in 2009 zijn uitgekomen op € 6,7 miljoen bij een operationele marge van 5,8%.

- **De periode vanaf 2011**

Nedap is sterk uit de recessie gekomen. Dit is mede het gevolg van de beslissing van het management om gedurende de recessie te blijven investeren in de ontwikkeling van

nieuwe producten, het verbeteren van de marketingmaterialen en het versterken van de commerciële organisatie. De omzet is in de periode 2010 - 2014 verhoudingsgewijs sterk gestegen met ruim 9% op jaarbasis, maar de winstgevendheid is nog niet terug op het gewenste peil van 10% van de groepsopbrengsten. Wat het track record niet direct toont, is de metamorfose die Nedap over de gemeten periode heeft ondergaan. In 2004 had 38% van de omzet betrekking op productie voor de toeleveranciersmarkt.

In deze markt was Nedap sterk afhankelijk van de situatie bij de klant. In het ene jaar leidde dit tot een sterke toename van de omzet, in het andere jaar juist tot een sterke daling. In 2009 besloot het management te stoppen met de investeringen waar Nedap als klassieke toeleverancier fungeert. De sterke toename van de concurrentie bij het op klantenspecificatie ontwikkelen en produceren van elektronica leidde in de recessie tot een grote prijsdruk en afnemende resultaten. Daarop besloot de Directie alle kennis, kunde en middelen in te zetten voor het ontwikkelen en vermarkten van eindproducten onder de Nedap-naam. In 2012 werd de laatste omzet als toeleverancier uitgeleverd, hetgeen dat jaar nog een omzet van een kleine € 10 miljoen betrof.

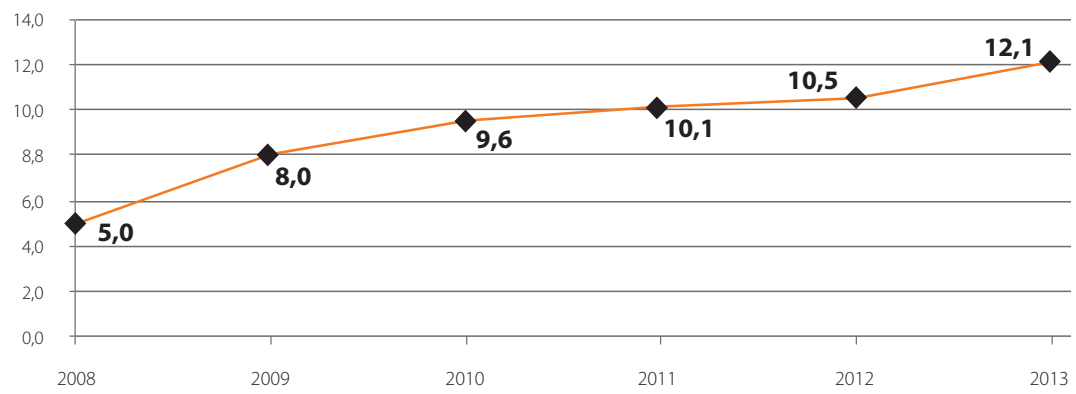
Wanneer het track record van Nedap wordt gecorrigeerd voor de toeleveranciersomzet en -bedrijfsresultaatbijdrage ontstaat een meer genuanceerd beeld van opbrengsten- en winstmomentum. In 2004 bedroegen de opbrengsten uit eindproducten € 77,6 miljoen, terwijl vorig jaar de gehele groepsomzet op € 174 miljoen uitkwam. Over deze tienjaars periode komt de samengestelde groei van de opbrengsten daarmee uit op 9,4%.

Een tweede ontwikkeling die zich de afgelopen jaren aandient, is de splitsing in opbrengsten uit enerzijds Producten, systemen en installaties en anderzijds diensten (bedragen in € miljoen). Deze diensten bestaan voornamelijk uit abonnementen (Software-as-a-Service) en onderhoudscontracten voor Healthcare, Retail en Security Management.

	<b>Producten, systemen en installaties</b>	<b>%-groei</b>	<b>Diensten</b>	<b>%-groei</b>
<b>2013</b>	152,7	-1	21,0	+16
<b>2012</b>	153,8	+12	18,0	+17
<b>2011</b>	137,0	+13	15,4	+20
<b>2010</b>	120,8	+14	12,8	+38

De dienstenomzet maakte vorig jaar 12% van de groepsomzet uit tegen 5% in 2008. Het wederkerende element in de dienstenomzet verschaft een gezonde onderstroom in de opbrengstengroei op middellange termijn, terwijl het tevens een goedkope bron van financiering is. De verwachting is dat naast de marktgroepen Retail, Security Management en Healthcare ook Livestock Management en Light Controls steeds meer wederkerende diensten zullen gaan aanbieden. Onze verwachting is dat op termijn de dienstenomzet circa 20% van de groepsomzet zal uitmaken.

**Diensten in % van de groepsomzet**



## 12. Cashflow overzicht

(Bedragen in € miljoen)

	Netto Winst	Afschrijvingen	Cashflow (I)	Investerings (II)	II/I (%)
<b>2013</b>	9,8	10,0	19,8	12,3	62
<b>2012</b>	13,5	9,2	22,7	11,2	49
<b>2011</b>	11,0	8,1	19,1	12,4	65
<b>2010</b>	8,8	7,9	16,6	9,0	54
<b>2009</b>	1,1	7,6	8,7	8,1	93
<b>2008</b>	13,9	9,5	23,3	9,4	40
<b>2007</b>	14,3	6,9	21,2	10,5	50

Nedap voert een conservatief financieringsbeleid. Uitgaven in verband met onderzoeksactiviteiten worden op het moment dat de uitgaven zich voordoen, ten laste van de winst- en verliesrekening gebracht. Ontwikkelingsuitgaven waarvoor toekomstige economische voordelen kunnen worden ingeschat, eenduidig kunnen worden vastgesteld en niet zijn gemaakt voor het onderhouden van een bestaand product of het aanpassen aan nieuwe marktomstandigheden, worden geactiveerd.

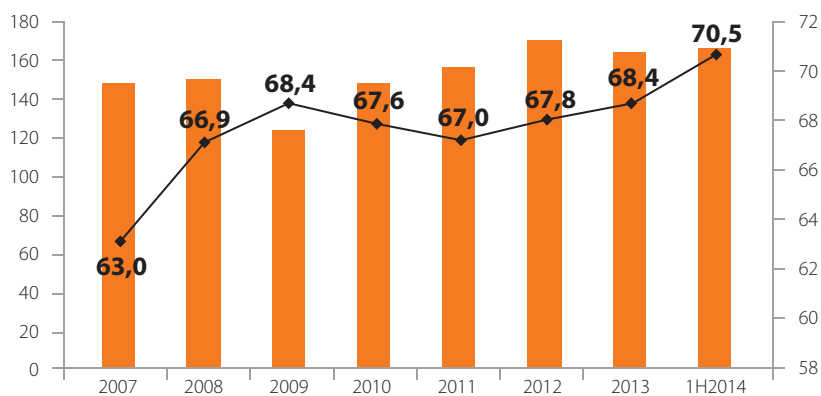
Daarnaast worden ontwikkelingskosten geactiveerd waar klantenopdrachten tegenoverstaan. De geactiveerde ontwikkelingskosten worden voornamelijk afgeschreven op basis van verkochte eenheden. In 2013 werd voor ruim € 2 miljoen afgeschreven op ontwikkelingskosten. Het restant van de afschrijvingen betreft de reguliere jaarlijkse afschrijving op bedrijfsgebouwen, machines en installaties en andere vaste bedrijfsmiddelen. Het is illustratief dat in alle jaren van bovenstaand overzicht de investeringen in vaste activa ruimschoots konden worden gefinancierd uit de cashflow, zelfs in recessiejaar 2009.

## 13. Toegevoegde waarde per medewerker

De toegevoegde waarde per medewerker geeft de acceptatie door de klant van het onderscheidende vermogen van de geleverde oplossingen weer en is derhalve een weerspiegeling van de inventiviteit en effectiviteit van de organisatie. Groei van de toegevoegde waarde (opbrengsten minus materiaal) en toegevoegde per medewerker zijn daarom één van de belangrijkste *key performance indicators* voor Nedap.

In 2013 is de toegevoegde waarde per medewerker gedaald naar € 160.000. Hoewel de toegevoegde waarde marge is gestegen naar 68,4%, is dit onvoldoende geweest om de groei van het aantal medewerkers bij te houden. De investeringen in de organisatie zijn er mede op gericht om de schaalbaarheid van de organisatie te verhogen. Nedap verwacht dan ook dat de verwachte opbrengstengroei in de komende jaren zal leiden tot een hogere toegevoegde waarde per medewerker. In de eerste zes maanden van 2014 was dit al duidelijk zichtbaar. De toegevoegde waarde per medewerker steeg naar € 163.000 en de toegevoegde waarde marge kwam uit op een nieuw hoogtepunt van 70,5%.

### Key performance indicator



■ \* Toegevoegde waarde per medewerker in € duizend

◆ \*\* Toegevoegde waarde per medewerker in %

\* opbrengsten minus de voorraadmutatie en materiaalkosten gedeeld door het gemiddeld aantal medewerkers

\*\* opbrengsten minus materiaalkosten, plus of min de voorraadmutatie

## 14. Onderzoek en ontwikkeling

De kosten van onderzoek en ontwikkeling (R&D) zijn vanaf 2007 met ruim 50% toegenomen naar € 19,5 miljoen in 2013. Over deze periode komt het totaal bijna uit op € 100 miljoen. In 2013 werd ruim 11% van de groepsomzet aan R&D uitgegeven. Nedap heeft de ambitie om de autonome omzet sneller te doen laten groeien dan de uitgaven voor R&D zodat het percentage automatisch daalt. Nedap heeft niet de intentie om de absolute kosten voor R&D te verlagen in de toekomst. Sterker nog, in deze nieuwe groeifase zou het zomaar kunnen zijn dat het R&D budget op lange termijn gaat verdubbelen richting de € 40 miljoen. Vanaf dat moment kunnen de R&D uitgaven in percentage van de omzet terugvallen naar circa 6%. Bij deze verhouding zou de omzet moeten groeien naar € 670 miljoen. Het belangrijkste doel moet zijn dat de investeringen in R&D een innovatie- en concurrentievoorsprong opleveren waarop tegelijkertijd een bovengemiddeld rendement voor aandeelhouders kan worden behaald.

*(Bedragen in € miljoen)*

	R&D-uitgaven	% van de omzet	Afschrijvingen*	Geactiveerde kosten	Subsidies	Totaal
<b>2013</b>	19,5	11,2	2,1	2,0	0,886	18,7
<b>2012</b>	16,4	9,5	1,7	2,8	0,948	14,4
<b>2011</b>	13,8	9,1	1,1	3,1	1,5	10,3
<b>2010</b>	12,8	9,6	1,4	2,9	1,6	9,7
<b>2009</b>	11,4	9,9	1,3	2,4	1,1	9,1
<b>2008</b>	11,7	8,2	3,0	2,1	0,978	11,6
<b>2007</b>	12,0	8,2	0,816	1,5	0,841	10,5

\* inclusief overige waardeveranderingen



## 15. Productie Inventi



*De productie van Nedap wordt nu nog zoveel mogelijk geconcentreerd bij 100%-dochteronderneming Inventi in Neede. Hier wordt voortdurend gestreefd naar een zo efficiënt mogelijke productie van, qua samenstelling, kwalitatief hoogstaande, duurzame producten. De diensten en productie expertise van Inventi zijn niet voor derden toegankelijk. Het beleid van Inventi is gebaseerd op Q-kwaliteit, L-leverperformance en C-Europees concurrerende kosten.*

Inventi richt zich volledig op het schaalbaar produceren van uitontwikkelde Nedap-producten tegen een concurrerende kostprijs. Met Inventi beschikt Nedap over een betrouwbaar productiebedrijf waardoor belangrijke kennis over productieprocessen en componentprijzen binnen de organisatie beschikbaar blijft.

In het kader van het *Development Excellence* programma heeft Inventi een belangrijke rol om bij de eerste prototypes van nieuwe producten kritisch te kijken naar de maakbaarheid van een ontwerp en de inkoopprijs en verkrijgbaarheid van componenten. De uiteindelijke kostprijs van een product wordt voor veruit het grootste deel bepaald in deze eerste fase van het ontwerp. De verbeteringen die Nedap heeft gerealiseerd op dit vlak zullen op termijn een positief effect hebben op de concurrentiekracht van de verschillende Nedap-producten.

In 2013 is er gestaag doorgewerkt aan procesverbeteringen. In een aantal productielijnen is het gelukt om de machinebezetting drastisch te verhogen en doorlooptijden in de vervaardiging van producten te halveren. Het realiseren van dergelijke verbeteringslagen en het tegelijkertijd snel en met hoge kwaliteit en betrouwbaarheid inspelen op de productiebehoeften van de marktgroepen, hebben in 2013 veel van de medewerkers van de Inventi-organisatie gevraagd.

De komende jaren zal ook bij Inventi de grote uitdaging zijn om een duurzame balans te vinden tussen zelf produceren en het gebruikmaken van productiefaciliteiten van betrouwbare externe partijen. Ook het voorraadbeheer speelt hierin een belangrijke rol omdat zelf produceren een hoger werkkapitaal met zich meebrengt. Een *Supply Management Ownership Inventory (SMOI)*, waarbij Nedap voorraden aanhoudt van de leverancier maar pas betaalt als er daadwerkelijk wordt geproduceerd, zou wellicht een betere en efficiëntere oplossing zijn.

## 16. Balans

Per 30 juni 2014 was de balansstructuur als volgt (bedragen in € miljoen):

<b>Vaste activa</b>		<b>Eigen Vermogen</b>	
• Materiële activa	47,4	• Eigen Vermogen	51,7
• Immateriële activa	10,0	• Minderheidsbelang	0,1
• Overige	3,9		
<b>Vlottende activa</b>		<b>Korte Schuld</b>	
• Voorraden	27,5	• Bankschuld	19,5
• Vorderingen	33,8	• Overige korte schuld	29,6
• Liquide middelen	3,3		
		<b>Lange Schuld</b>	
		• Leningen	16,3
		• Derivaten	0,2
		• Personeelsbeloningen	6,9
		• Uitgestelde belasting	1,6
<b>Totaal</b>	<b>125,9</b>		<b>125,9</b>

- De totale aanschafwaarde van de materiële vaste activa bedroeg per eind 2013 ruim € 134 miljoen. Deze activa zijn verzekerd tegen nieuwwaarde. Er is aan de bank het recht verleend voor een bedrag van € 20 miljoen op onroerende zaken tot zekerheid van voldoening van al hetgeen verschuldigd is. De totale oppervlakte van de terreinen bedraagt 68.000 m<sup>2</sup>, waarvan nog circa 5.000 m<sup>2</sup> kan worden bebouwd.
- De immateriële activa betreffen in hoofdzaak ontwikkelingskosten.
- Onder overige vaste activa ressorteert het belang van 49,7% in Nedap France, welke geassocieerde deelneming in 2013 een winst na belastingen van ruim € 1,4 miljoen realiseerde op een omzet van € 23,7 miljoen.
- De voorraden hadden per eind 2013 voor circa € 15 miljoen betrekking op gereed product.
- De gemiddelde krediettermijn voor handelsdebiteuren bedroeg vorig jaar acht weken (2012: zeven weken). Nedap heeft haar vorderingen zoveel mogelijk kredietverzekerd. Het uitkeringspercentage is 90%.
- De solvabiliteit bedroeg medio 2014 een solide 41,1%.
- De Lange Schuld wordt gedomineerd door een Standby roll-over lening ter grootte van € 14 miljoen met een rentepercentage van Euribor +2,6%, welke 1 november 2015 expireert. Deze leningovereenkomst bevat geen convenanten.
- Het risico van rentefluctuaties was per eind 2013 voor een deel van de leningen, € 1,9 miljoen, afgedekt door middel van Interest Rate Swaps (IRS). De Interest Rate Swaps worden gewaardeerd tegen reële waarde. De waardemutaties worden als netto financieringslasten in de winst- en verliesrekening verwerkt. Ultimo 2013 bedroeg de gewogen gemiddelde looptijd van de derivaten vijf jaar. Het gewogen gemiddelde effectieve rentepercentage bedroeg 4,2%.
- Nedap heeft een rekening-courant ruimte bij banken van maximaal € 29,3 miljoen.

## 17. Management

De tweehoofdige directie van Nedap bestaat uit de heren R.M. Wegman (47) en E. Urff (47). Ruben Wegman is sinds 1997 werkzaam bij Nedap, aanvankelijk als manager van de marktgroep Security Management en aansluitend als manager van Livestock Management. Voordien was Wegman gedurende zeven jaar werkzaam voor Shell Nederland. Sinds 2008 is Wegman CEO van Nedap. Per 1 september 2014 is de heer Eric Urff in dienst getreden als Financieel directeur als opvolger van Gerard Ezendam (62). Per 2 april 2015 zal Urff worden benoemd tot statutair directeur. De heer Ezendam blijft werkzaam bij Nedap en zal zich richten op fiscale en personele zaken. De afgelopen twee jaar was Eric Urff partner bij BoerCroon, daarvoor was hij Managing Director bij NIBC.

De directie geeft tezamen met de 11 managers van de marktgroepen leiding aan de onderneming.

De Raad van Commissarissen bestaat uit:

- Ir. G.F. Kolff (65), voorzitter
- Ir. M.C. Westermann (61), commissaris Berenschot
- Mevrouw drs D.W.J. Theyse (45), Directeur Corporate Banking Vastgoed Van Lanschot Bankiers
- Prof. Dr. Ir. J.M.L. van Engelen (54), Hoogleraar Economie en Bedrijfskunde, Rijksuniversiteit Groningen

## 18. Grootaandeelhouders

Per medio 2014 waren 6.692.920 gewone aandelen uitgegeven met een nominale waarde van € 0,10 per aandeel. In het kader van de Wet Melding Zeggenschap zijn de volgende aandeelhouders bekend met een belang boven 3%:

• Cross Options Beheer	15,11%
• Delta Lloyd Deelnemingen Fonds	13,45%
• Delta Lloyd	12,60%
• ASR Nederland	8,20%
• Kempen Capital Management	6,34%
• Darlin	5,19%
• TKH Group	5,06%
• Decico	5,01%
• <b>Add Value Fund</b>	<b>3,36%</b>
• Subtotaal	74,32%
• Stichting Medewerkersparticipatie Nedap	1,0%
• <b>Totaal</b>	<b>75,32%</b>

De heren Wegman en Ezendam bezitten per ultimo 2013 respectievelijk 10.853 en 8.669 aandelen Nedap. De free float van de aandelen bedraagt circa 25%.

De gemiddelde dagomzet in aandelen Nedap op de beurs van Euronext Amsterdam bedraagt circa 3.000 stuks.

## 19. SWOT-analyse

### Strengths - Concurrentievoordelen

- Nedap beschikt over een tamelijk brede portfolio van goed ontwikkelde oplossingen, die veelal zijn gebaseerd op de functionaliteit van het AEOS-platform, dat een innovatieve softwarearchitectuur belichaamt.
- Nedap is een voorloper op het gebied van RFID en NFC. Beide technologieën worden steeds meer toegepast in handzame oplossingen voor een breed publiek.
- Nedap beschikt traditioneel over sterke balansverhoudingen.
- De groei van Nedap is volledig autonoom. Het risico van een riskante acquisitie is afwezig.

### Weaknesses - Concurrentienadelen (te overwinnen)

- In geval van een stevige economische recessie is Nedap bovengemiddeld gevoelig voor druk op de opbrengsten en – door de hoge toegevoegde waarde – de nettowinst.
- Nedap is nog onvoldoende in staat grensverleggende oplossingen optimaal te vertalen naar commerciële successen.

### Opportunities - Kansen

- Nedap is in toenemende mate in staat aansprekende klanten aan zich te binden (Unilever, H&M, IKEA, Adler, Décathlon, Costco, etc).
- China kan uitgroeien tot een absolute groeiemarkt voor meerdere Nedap-oplossingen, te beginnen met Livestock Management.
- De winst die moet voortkomen uit het toepassen van de beginselen van *The Road to Excellence*.
- Een grotere schaalomvang werkt in beginsel efficiency-verhogend.

### Threats - Bedreigingen

- Copy cats: Nedap-oplossingen worden gekopieerd door derden, omdat bescherming van het IP (intellectual property) feitelijk niet is af te dwingen tegen redelijke kosten.
- Een langdurige periode van laagconjunctuur in combinatie met politieke onzekerheid die leidt tot een zwakke of geen groei van de opbrengsten.
- Een tekort aan en het behouden van voldoende gekwalificeerde medewerkers.
- Een sterk fluctuerende dollarkoers.

## 20. Conclusie en koersdoel

Nedap is onderweg op de *The Road to Excellence* om de gewenste positie als deelnemer in de Champions League te veroveren. De vooruitzichten om deze *step change* succesvol te ondergaan zijn als gunstig te kwalificeren. Uiteindelijk zal in 2017, derhalve over drie jaar, het transitieproces moeten zijn afgerond. Wij taxeren dan dat het management in staat moet zijn de geformuleerde doelstellingen daadwerkelijk te realiseren.

Wij prognosticeren alsdan een niveau van de opbrengsten van ongeveer € 230 miljoen en een bedrijfswinst van circa € 23 miljoen bij een operationele marge van 10%. Hiermee correspondeert een winst per aandeel van circa € 2,75, waarbij wij ervan uitgaan dat de onderneming in staat is om de groei zelfstandig te financieren, i.e. zonder uitgifte van nieuwe aandelen. Uitgaande van een stabiele pay-out ratio van 75% van de nettowinst, voorzien wij een getaxeed dividend van € 2,06 per aandeel.

*Wanneer wij uitgaan van een onveranderde beurswaardering voor het aandeel Nedap van 17,4x de verwachte winst en een getaxeed dividendrendement van circa 4,3%, komt een koersdoel van circa € 48,- in beeld. Vanaf de huidige beurskoers van € 27,80 betekent dit een gemiddeld jaarlijks koerspotentieel van 20%. Inclusief het verwachte toekomstige dividendrendement komt het totaalrendement uit op bijna 90%. Een lucratief vooruitzicht...*

## 21. Appendix - Activiteiten Nedap (uitgebreid)

### 1. Security management



***Het beheersen van de veiligheid van mensen en middelen in en rond belangrijke politieke en economische gebouwen, luchthavens, kantoren, telecom-installaties, stadions en ziekenhuizen is de expertise van Nedap Security Management. AEOS, het platform waarop toegangscontrole, bezoekersbeheer, IP video management en inbraakdetectie op intelligente wijze zijn geïntegreerd, overtreft de concurrentie door schaalbaarheid, systeemarchitectuur en de openheid van het systeem. Nedap Security Management is wereldwijd actief en loopt voorop wat betreft nieuwe ontwikkelingen.***

Nedap Security Management systemen worden wereldwijd iedere dag door miljoenen mensen gebruikt in onder andere banken, vliegvelden, ziekenhuizen, gemeentelijke gebouwen en industriële omgevingen. Door als eerste de nieuwste technologie toe te passen heeft Nedap een solide reputatie opgebouwd als internationaal marktleider van geavanceerde security management systemen.

Dankzij het gebruik van open IT-standaarden in combinatie met baanbrekende architectuur is AEOS, het Security Management systeem van Nedap, momenteel het enige systeem in de markt dat geheel kan meegroeien met de wensen van de klant. Het onderscheidend vermogen van AEOS, dat in 2001 werd geïntroduceerd, is de modulaire opbouw van de software, waardoor snel kan worden ingespeeld op nieuwe security-eisen en -wensen door gewijzigde omstandigheden. Door haar bijzondere softwarearchitectuur en het gebruik van open IT-standaarden kan AEOS eenvoudig worden geïntegreerd met bestaande software- en hardwaresystemen van andere leveranciers. Het systeem kan een onbeperkt aantal gebruikers, personen, voertuigen, passen, aangesloten beveiligingsapparaten en gebeurtenissen verwerken, zelfs verspreid over locaties op verschillende continenten en in verschillende tijdzones. Nedap ontwikkelt AEOS in eigen beheer en maakt daarbij gebruik van de laatste IT-ontwikkelingen. Daarnaast produceert Nedap hardware, waaronder controllers, kaarten, readers & antennes voor toegangscontrole die naadloos te integreren zijn in AEOS. Nedap heeft momenteel meer dan 200 business partners en verkoopkantoren wereldwijd gespecialiseerd in Nedap Security Management producten.

De afgelopen jaren zijn de groepsopbrengsten gemiddeld met 2-5% per jaar gegroeid.

Daarbij zetten in Nederland de lastige marktomstandigheden in de bouwnijverheidsector een rem op de opbrengstenontwikkeling. Bovendien had de geplande verdere afbouw van activiteiten in de scholenmarkt (aangemerkt als een niet-kernactiviteit) een drukkend effect op de omzet. Naar de toekomst toe zet Nedap één van haar kaarten op het *Global Client Programme*, een eigen projectmethodologie waarmee omvangrijke, internationale beveiligingsprojecten wereldwijd succesvol kunnen worden uitgevoerd. Dit programma slaat goed aan bij grote, internationaal opererende bedrijven die op zoek zijn naar één standaard securityoplossing die wereldwijd kan worden ingezet.

In 2013 zijn op deze manier al meerdere projecten gestart en/of afgerond. Thailand, Pakistan, Colombia, Peru, Brazilië en de Filipijnen zijn slechts enkele voorbeelden van landen waar op dit moment projecten zijn of worden uitgevoerd. Met dit programma worden de voordelen van een centrale standaardaanpak gecombineerd met het kostenvoordeel van plaatselijke partners, die de uitvoering van de lokale projecten voor hun rekening nemen. Bovendien worden door de gestructureerde aanpak met bijbehorende overeenkomsten de projectrisico's beter beheerst. Dergelijke omvangrijke projecten kennen echter een lange aanlooptijd tot daadwerkelijke levering plaatsvindt.

*Met de voortdurende investeringen in product vernieuwing, marketing, en de commerciële organisatie lukt het de marktgroep Security Management om haar concurrentiekracht steeds verder uit te bouwen. De marktgroep rekent voor 2014 dan ook op verdere groei van de opbrengsten.*



## De rol van Nsecure

Nsecure is een 100%-dochteronderneming van Nedap, opgericht in 1995 en gevestigd in Barendrecht. Met circa 95 medewerkers ontwikkelt, implementeert en onderhoudt Nsecure duurzame en gebruiksvriendelijke veiligheidsoplossingen, die worden afgestemd op de bedrijfsactiviteit van de onderneming. Door een samenspel te creëren tussen apparatuur, software en dienstverlening bevordert Nsecure de veiligheid van bedrijven en haar medewerkers. Nsecure is actief in zeven marktsegmenten: industrie, overheid, zorginstellingen, transport en vervoer, leisure, utiliteit en financiële instellingen.

Nsecure boekt steeds meer succes met haar vernieuwde dienstverlening op het gebied van Safety en Security. Naast het monitoren van de correcte werking van beveiligingsystemen op afstand is er veel belangstelling voor haar geautomatiseerde diensten op het gebied van veiligheid. Bedrijven worden hiermee ondersteund bij het controleren of alle aanwezige mensen op een locatie voldoen aan alle relevante opleidings- en certificeringseisen en bij het verzorgen van digitale veiligheidsoplossingen. Met name in de petrochemische industrie, bij fabriekstops in de zware industrie en bij grote bouwprojecten worden er steeds hogere eisen gesteld aan de controle op het toepassen van alle veiligheidsregels. Nsecure heeft met haar dienstverlening in dit marktsegment een leidende positie weten op te bouwen. Klanten in dit marktsegment zijn onder andere Koninklijke Boskalis Westminster, BP en Essent.



## 2. Retail



***Nedap Retail is gespecialiseerd in beveiligings-, beheers- en informatiesystemen voor de detailhandel. Nedap Retail draagt bij aan een optimale en unieke winkelomgeving. Dit wordt bereikt door het leveren van innovatieve en slimme producten die bijdragen aan de beleving die de retailer voor zijn bezoekers wil creëren. Met Nedap's producten kunnen retailers meer profijt halen uit iedere winkel.***

Al meer dan dertig jaar is Nedap Retail een gecommitteerde dienstverlener voor zowel grote winkelketens als kleinschalige winkels op het gebied van onder andere beveiliging en de beperking van omzetsderving. Sinds 1975 heeft Nedap meer dan 500.000 systemen geïnstalleerd bij retailondernemingen over de gehele wereld. Door de jaren heen is gestaag gewerkt aan een verbetering en uitbreiding van het dienstenpakket. Dit heeft ertoe geleid dat in 2010 voor een geheel nieuwe marktwerking is gekozen, die is gebaseerd op heldere proposities voor specifieke marktsegmenten. Zo wordt onderscheid gemaakt tussen modewinkels, super- en hypermarkten en health & beauty stores. Tot de aansprekende cliënten behoren Adidas, Adler, H&M, Mexx en Zeeman (mode), Auchan, Carrefour, IKEA, Kaufhof en Tesco (super/hypermarkten) en Kruidvat, Superdrug en Trekpleister (health & beauty stores).

Het supermarktsegment vormt een belangrijk deel van de totale retailmarkt. Tot enkele jaren geleden had Nedap Retail geen specifieke producten voor super- en hypermarkten en was het nauwelijks actief in dit segment. Met de ontwikkeling van de !Sense-productlijn is evenwel een adequate oplossing beschikbaar gekomen voor toepassingen bij grote aantallen kassa's, zoals die in supermarkten voorkomen. Hiermee beschikt de marktgroep nu ook in dit marktsegment over een product dat, zowel qua prestaties als qua prijs, concurrerend is.

Steeds meer retailers zien dat RFID (Radio Frequency IDentification) een belangrijke rol kan spelen bij het nauwkeurig en tijdig inzicht hebben in de aanwezige voorraad. Met Store ID biedt Nedap Retail een aansprekende propositie die goed aansluit op de eisen in de retailmarkt. Er is veel aandacht besteed aan het in producten vertalen van de toch complexe identificatietechnologie, zodat mensen op de winkelvloer op een eenvoudige en intuïtieve manier worden ondersteund bij hun dagelijkse activiteiten en tegelijkertijd een sluitend beeld krijgen van de voorraadstromen in de winkels. Met Store ID is het Nedap vorig jaar gelukt de twee grootste RFID-projecten in Europa gegund te krijgen. De Franse sportretailer Decathlon met winkels over de hele wereld verleende Nedap de opdracht om de traditionele RF-antiwinkeldiefstalsystemen op te waarderen naar combinatiesystemen met RFID. Adler, een Duitse modeketen, koos voor Nedap

Store!D lezers om de goederenstromen tussen winkelmagazijn en winkelvloer, bij de kassa en bij de uitgang, te volgen. Dankzij het praktijksucces bij deze twee retailers wordt Nedap door steeds meer winkelketens uitgenodigd om over hun logistieke uitdagingen mee te denken. In dit kader was de verlenging voor meerdere jaren van het bestaande contract met H&M eind 2013, een belangrijke mijlpaal. Nedap Retail heeft de afgelopen jaren bewezen dat zij in staat is om wereldwijd projecten met slimme antiwinkeldiefstalsystemen, op afstand gemanagede toegangscontrole en inbraakalarm probleemloos op te leveren.

In 2013 is met veel energie gewerkt aan het uitbreiden van het verkoop- en installatienetwerk. Zo zijn er nieuwe samenwerkingsverbanden met partners aangegaan in Oekraïne, Chili, Colombia, Argentinië, Vietnam, Indonesië en Australië. Na eerst installaties voor internationale, niet-Amerikaanse klanten succesvol te hebben gerealiseerd in de Verenigde Staten, is het intussen gelukt om ook Amerikaanse retailers te interesseren voor de Nedap Retail portfolio en zijn de eerste proefprojecten inmiddels operationeel. In de eerste helft van 2014 groeiden de opbrengsten van Nedap Retail wederom gestaag in een overigens zeer competitieve markt. Dankzij de investeringen van de afgelopen jaren in proposities en organisatie is Nedap Retail een belangrijke partner geworden in winkeltechnologie voor snel expanderende, internationale retailers. Dit jaar is opnieuw een aantal respectabele retailers overgegaan op systemen van de Nedap marktgroep.

### 3. Livestock management



***Nedap ontwikkelt, produceert en verkoopt wereldwijd al ruim 30 jaar automatisering voor de veehouderij. Producenten van melk en vlees zien de vraag naar hun producten toenemen door een toenemende bevolking en welvaart. Voeren, melken, separeren en bronstdetectie: Nedap levert die technologische oplossingen die individuele dierversorgung en monitoring van productie en conditie beheersbaar maken. Hiermee maakt Nedap een duurzame groei – met een gezonde balans tussen werk, winst en welzijn – mogelijk voor producenten in de veehouderij.***

De groeiende wereldbevolking en de stijgende welvaart zorgen voor een toenemende vraag naar vlees en zuivel. De vraag naar vlees stijgt naar verwachting vóór 2020 wereldwijd met 19%. Dat legt een grote druk op schaarse bronnen als veevoer en energie en op het milieu. Duurzame, efficiëntere productietechnieken zijn nodig om ook in de toekomst aan de groeiende vraag te blijven voldoen. Nedap Livestock Management (NLM) draagt bij aan efficiënte en duurzame stalautomatisering. Daarmee kan deze marktgroep

de individuele verzorging van 2,5 miljard koeien en varkens op veehouderijbedrijven wereldwijd vereenvoudigen. Door elektronische identificatie van individuele dieren kunnen processen als voeren, melken en bronstdetectie op het veehouderijbedrijf worden geautomatiseerd en kan de veehouder zijn dieren afzonderlijk de aandacht geven die nodig is. De kosten gaan hierdoor omlaag en de winst omhoog. Bovendien stelt het de veehouder in staat op een veel diervriendelijkere wijze te produceren. Een van de innovatieve systemen is de Lactivator RealTime. Dit systeem is in staat bronstigheid van koeien 24/7 te detecteren en het optimale inseminatiemoment te voorspellen. Zo heeft de veehouder alle bronst in zicht: altijd en overal.

Velos ESF is een ander uniek systeem van NLM. Hiermee kunnen zeugen in groepen worden gehouden, terwijl ze toch individueel herkend, gevoerd en verzorgd worden. Op deze manier kunnen de dieren vrij rondlopen in een groep, zoals ze van nature gewend zijn. De marktgroep investeert fors in de ontwikkeling van nieuwe producten die primaire processen op het veehouderijbedrijf automatiseren. Daarmee kan arbeid worden bespaard en kunnen individuele dieren worden gevolgd op het gebied van voeren, melken, reproductie en gezondheid. Met de nieuwe generatie Smarttags worden grote hoeveelheden detailinformatie over het diergedrag ontsloten. Nedap verwacht dat op basis van die informatie in de nabije toekomst waardevolle nieuwe functionaliteit aan de veehouder kan worden aangeboden.

Binnen de marktgroep Livestock Management wordt onderscheid gemaakt tussen:

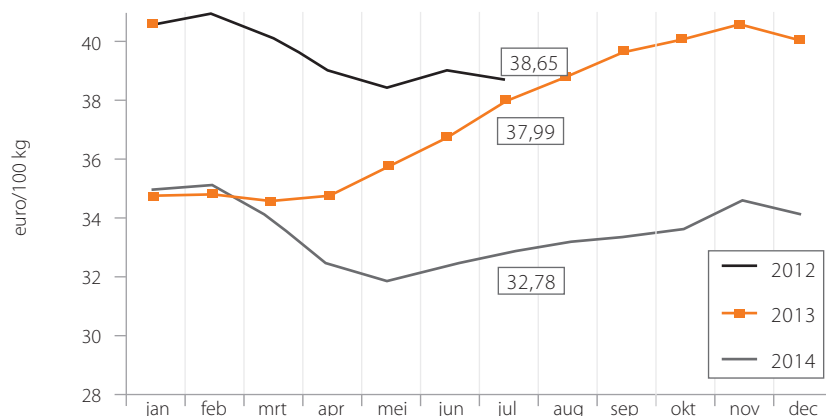
- **Koeien:** Innovatieve oplossingen voor de melk- en vleesveehouderij
- **Varkens:** Innovatieve oplossingen voor de varkenshouderij
- **Veehouderij & Keten:** Innovatieve oplossingen voor elektronische individuele dieridentificatie van landbouwhuisdieren

In de hele *melkveehouderij* ziet NLM een toename van de schaalgrootte. Wereldwijd neemt de vraag naar zuivelproducten jaarlijks toe, terwijl het aantal producerende bedrijven voortdurend afneemt. In april 2015 zal het verdwijnen van het melkquotum in Europa een extra impuls geven aan de groei van de schaalgrootte van de melkveehouders. Deze trend naar grotere bedrijven met lagere productiekosten zorgt ervoor dat de vraag naar automatisering de komende jaren gestaag zal toenemen. NLM is met haar brede assortiment aan producten goed gepositioneerd om op deze trend in te spelen. Dankzij geavanceerde technologieën zijn NLM's systemen steeds eenvoudiger te installeren en te gebruiken. Dit heeft ertoe geleid dat NLM's producten niet langer alleen via fabrikanten van melkstalsystemen in de markt worden gebracht. Steeds meer veeverbeteringsorganisaties hebben wereldwijd nu ook het Nedap-product omarmd en tot een essentieel onderdeel van hun eigen propositie gemaakt. Doordat alle systemen aan het internet zijn gekoppeld, worden de supportkosten sterk teruggedrongen en komt er een schat aan informatie beschikbaar. Gezien de aantoonbaar aantrekkelijke terugverdientijd van NLM's oplossingen wordt gerekend op een verdere groei in dit segment. Om in te spelen op dit groeipotentieel is NLM nu ook vanuit de vestiging in China actief geworden in de melkveehouderij. Vanuit Shanghai kan NLM bestaande en nieuwe klanten in deze regio zowel commercieel als technisch beter ondersteunen. Daarnaast is NLM in 2013 ook actief geworden in Pakistan, het land met de op drie na grootste melkproductie ter wereld.

De belangstelling voor diervriendelijker produceren in de *varkenshouderij* neemt wereldwijd toe. Dit komt deels door de eisen die grote voedselverwerkers en fastfoodketens aan varkenshouders stellen. Maar het komt ook door de goede productieresultaten die NLM's diervriendelijke systemen laten zien. In Europa heeft NLM in de afgelopen jaren al een gezonde positie in de markt opgebouwd. Vorig jaar brachten ook Azië en Zuid- en Noord-Amerika een toename in de omzet van groepshuisvestingssystemen voor de zeugenhouderij. Met de verbreding van het productassortiment heeft Nedap haar aantrekkelijkheid voor de branche weten uit te breiden. Naast de zeugenhouderij is NLM ook actief geworden in de varkensfokkerij en vleesvarkenshouderij.

Gedurende het afgelopen jaar is hard gewerkt aan de technologische vernieuwing van de producten en het verder professionaliseren van de ondersteuning op technisch en commercieel gebied. Dit heeft er in geresulteerd dat een flink aantal nieuwe partners voor Nedap heeft gekozen met een verdere versterking van de marktpositie van de marktgroep als gevolg. NLM verwacht dat de markten waarin het opereert steeds volatieler zullen worden. Kleine verstoringen in het evenwicht in vraag en aanbod van melk- en vleesproducten en snel wisselende voerkosten kunnen een grote invloed hebben op het opbrengstenniveau van de veehouder. Hoewel op langere termijn de investeringen in stalautomatisering alleen maar zullen toenemen, kan dit betekenen dat op korte termijn de investeringsbereidheid in de branche sterk kan fluctueren en daarmee de opbrengstenontwikkeling van de marktgroep. Zo lag het opbrengstenniveau van de marktgroep in 2013 lager dan dat van recordjaar 2012. Hoge voerkosten in 2012 en het eerste kwartaal 2013 en een lange winter op het noordelijk halfrond resulteerden onder meer in een lager investeringsniveau in de melkveehouderij. Na de investeringsgolf in welzijnvriendelijke huisvesting in de zeugenhouderij in verband met de verplichte EU-regelgeving in 2012, viel de omzet in de varkenshouderij terug tot het normale niveau. Vanaf het tweede kwartaal 2013 zijn de voerkosten flink gedaald en zowel de melk- als de vleesprijzen gestegen. Hierdoor zijn de opbrengsten voor de veehouders flink toegenomen en zijn de investeringsplannen weer actueel geworden. In de eerste helft van 2014 zijn de opbrengsten van de marktgroep dan ook flink toegenomen vergeleken met de overeenkomstige periode in 2013.

### Gemiddelde melkprijs juli 2014 € 0,66 hoger dan vorig jaar



Bron: LTO

## 4. Light controls



***Nedap Light Controls (NLC) is actief op de markt van vermogenselektronica en besturingssystemen voor de verlichtingsindustrie. NLC ontwikkelt intelligente, dimbare elektronische voorschakelapparaten – ook wel ‘drivers’ genoemd – voor gasontladingslampen. De UV-lamp drivers van NLC worden gebruikt voor het zuiveren van water. De oplossingen van NLC zijn bij uitstek geschikt voor hoge ruimtes zoals hangars, scheepswerven, fabriekshallen en bouwmarkten. Noord-Amerika is de grootste markt, Europa de snelst groeiende. Wereldwijd zijn er al meer dan 1,5 miljoen drivers van Nedap geïnstalleerd.***

Binnen de marktgroep Nedap Light Controls (NLC) is Nedap actief op vier marktgebieden, te weten:

- **General Lighting.** Met de Luxon-productlijn richt Nedap zich op lichtoplossingen voor gebouwen met hoge plafonds. Zo vormen expeditiecentra, grootschalige productieruimten en Big Box retailers de klantenbasis voor NLC. Bedrijven kunnen met Luxon tegelijkertijd hun verlichtingssysteem flexibeler inzetten, de lichtkwaliteit verbeteren en aanzienlijk besparen op de energiekosten. Daarnaast levert NLC de voedingen voor QL Inductieverlichting. Nedap is op dit gebied reeds jarenlang leverancier voor Philips. Sinds 2011 heeft Nedap het recht verkregen de marktwerking en distributie van inductieverlichting in Noord-Amerika zelfstandig te exploiteren. Hoogtepunt was in 2012 het tezamen met General Electric uitrollen van nieuwe straatverlichting in San Diego op basis van QL Inductieverlichting.
- **UV-desinfectie & Curing.** NLC is marktleider op het gebied van UV-lamp drivers. Wereldwijd worden deze UV-lamp drivers gebruikt voor het zuiveren van water. Alleen al in New York drinken 9 miljoen inwoners iedere dag 8,3 miljard liter schoon drinkwater door de UV-lamp drivers van Nedap. Een ander voorbeeld is de Naiade: een mobiel waterzuiveringsapparaat dat werkt op zonne-energie. De Naiade zuivert vervuild water van alle bacteriën en virussen. De Naiade wordt voornamelijk ingezet in ontwikkelingslanden waar geen schoon drinkwater beschikbaar is en waar verreweg de grootste oorzaak van alle ziekten het drinken van vervuild water is. Het met UV-licht zuiveren van ballastwater in zeeschepen is een relatief nieuwe ontwikkeling. Met dit product speelt NLC in op de steeds strikter wordende regelgeving gericht op het voorkomen van verspreiding van organismen in het milieu. In het UV-curing segment is steeds meer belangstelling voor NLC's

elektronische voorschakelapparatuur. Deze wordt onder meer toegepast om UV-licht op te wekken waarmee industriële inktten, coatings en lijmen versneld worden uitgehard.

- **Explosievrije verlichtingsystemen.** Oplossingen voor toepassing in de industrie en de offshore sector. Nedap Explosion Proof zorgt voor veiligheid in de meest risicovolle werkomgevingen, zoals op olieplatforms en werkeilanden.
- **Lichttechnologie in de kassenbouw.** Met het product SONMax armaturen wordt de energiehuishouding in kassen geoptimaliseerd en tevens de groei van geteelde gewassen bevorderd.

In 2013 heeft de marktgroep Light Controls haar positie in de verschillende verlichtingssegmenten weten te versterken. Nu NLC met proefprojecten in steeds meer landen overtuigend de voordelen van haar systemen aantoonde, wordt voor de komende jaren een aanhoudende groei voor deze marktgroep voorzien. Gezien de groei van de commerciële activiteiten in Noord-Amerika is begin 2013 besloten om een eigen dochteronderneming vlakbij Boston onder de naam Nedap Inc. op te richten. Het hebben van een eigen onderneming in de Verenigde Staten is voor veel klanten een voorwaarde om zaken te doen. In de eerste helft van 2014 liet NLC wederom een prima opbrengstengroei zien.

## 5. Healthcare



***Nedap Healthcare ondersteunt dagelijks 50.000 zorgmedewerkers en is daarmee marktleider op het gebied van automatisering in de langdurige zorg. Vanaf het moment dat een cliënt de eerste zorg krijgt tot aan het declareren van zorg aan externe partijen; alles wordt eenvoudig bijgehouden met de soft- en hardware van Nedap Healthcare. Het succes van de marktgroep wordt bestendig door voortdurend nieuwe applicaties toe te voegen aan de zorgportfolio.***

Sinds eind 2005 is Nedap actief in de Nederlandse thuiszorg voor de registratie van medewerkers van thuiszorgorganisaties. Daartoe werden de thuiszorgmedewerkers destijds voorzien van de nieuwe generatie Nokia telefoons met NFC (Near Field Communication) technologie. Deze technologie maakte het voor zorgmedewerkers mogelijk met een eenvoudige handeling online complexe informatie uit te wisselen.



De afgelopen tien jaar is het assortiment van de marktgroep Healthcare sterk uitgebreid. Voor onderling overleg over cliënten is er ONS, een website die dagelijks door gemiddeld honderden zorgmedewerkers wordt bezocht.

Urenadministratie gaat via smartphones en de cliëntendossiers staan op i-pads. De laatste ontwikkeling van Healthcare is het mantelzorgplatform Carezorgt.nl. Deze website organiseert onder andere de zorg voor een familielid en maakt deze makkelijker. De site brengt alle betrokkenen bij elkaar.

Nedap Healthcare is een ware *successstory* binnen het geheel van marktgroepen. In iedere individuele jaargang werd een groei van de opbrengsten gerealiseerd die nagenoeg geheel wederkerend is. De onzekerheid bij zorginstellingen over regelgeving en financiering zorgt dat steeds meer organisaties geen enkel risico willen nemen bij de keuze van hun administratieve systemen. Daarom kiezen ze steeds vaker voor de bewezen oplossingen van marktleider Nedap. Het is daarbij verheugend om te zien dat steeds meer klanten die al gebruikmaken van delen van de Nedap-oplossing volledig overschakelen naar Nedap en afscheid nemen van de software van derden. Zo maakt een groeiend aantal instellingen gebruik van het door Nedap ontwikkelde Elektronisch Cliënten Dossier. Door de toenemende afhankelijkheid van Nedap stellen de klanten ook hoge eisen aan de robuustheid en betrouwbaarheid van de software. Om hieraan te kunnen blijven voldoen is er in 2013 veel geïnvesteerd in het vernieuwen van de basisarchitectuur van de software. Hoewel deze inspanningen niet direct leiden tot nieuwe functionaliteit, zijn deze essentieel om de hoge verwachtingen die Nedap's klanten koesteren telkens waar te maken. Met deze investeringen verwacht de marktgroep klaar te zijn voor de verdere groei van de rol van Nedap voor haar klanten.

Onder Healthcare ressorteert ook het onderdeel PEP dat zich richt op gedigitaliseerde urenregistratie ten behoeve van uitzendorganisaties. PEP is in 2007 begonnen in de uitzendbranche. In Nederland heeft PEP onder andere vestigingen van Manpower en Start People van USG als klant. In 2010 is PEP in Duitsland begonnen met vijf uitzendbureaus en in Frankrijk loopt een pilot. De activiteiten van PEP bieden perspectief op een leidende rol in de automatische verwerking van urenregistratie in de Europese uitzendbranche en daarmee op een verdere groei van de opbrengsten.

*In het eerste halfjaar 2014 realiseerde de marktgroep Healthcare wederom een gezonde toename van de opbrengsten.*



## 6. Identification systems



***Nedap Identification Systems (NIS) is de grootste wereldspeler op het gebied van herkenning, identificatie en management van voertuigen en bestuurders. Daarbij gaat het om gereguleerde, vlotte toegang tot stadscentra, parkeerterreinen, vliegvelden, havens, gated communities, militaire complexen, beveiligde ruimtes en terreinen met zware industrie. Ook maakt NIS sensortechnologie die voertuigen op parkeerplaatsen detecteert. Dit systeem informeert chauffeurs over beschikbare parkeerplaatsen en helpt parkeerwachters bij het opsporen van langparkeerders. NIS ontwikkelt, produceert en test al haar producten en systemen in eigen beheer. Dankzij tientallen jaren ervaring met RFID-technologie heeft Nedap voor praktisch iedere situatie een oplossing.***

Wereldwijd zijn er meer dan 750 miljoen voertuigen op de weg. En dat aantal neemt snel verder toe. In 2020 zal het aantal voertuigen zijn verdubbeld en in 2050 woont naar verwachting maar liefst 70% van de wereldbevolking in stedelijke gebieden. Tegelijkertijd neemt het belang van beveiliging toe en is er een grote behoefte om voertuigen en chauffeurs te volgen. Om vertraging te voorkomen en onnodige uitstoot van schadelijke emissies tegen te gaan, biedt NIS oplossingen voor het op afstand identificeren van voertuigen en mensen. NIS systemen worden onder andere toegepast bij het automatisch, eenvoudig en veilig verlenen van toegang aan voertuigen en mensen tot terreinen en gebouwen. De marktgroep heeft meer dan 30 jaar ervaring in het toepassen van RFID. NIS levert betrouwbare en eenvoudig inzetbare systemen voor verschillende toepassingen over de hele wereld. Verkoopkantoren zijn gevestigd in Nederland, de Verenigde Staten, Italië, Dubai en Singapore. Wereldwijd heeft NIS meer dan 300 partners in 85 landen.

In de afgelopen jaren heeft de marktgroep een krachtige productlijn voor langeafstandsherkenning weten op te bouwen, met een heldere positionering van de producten ten opzichte van elkaar. Mede dankzij de compleetheid van deze propositie zijn in 2013 zowel van de robuuste TRANSIT microgolflerzer, als van de kosteneffectieve uPASS-reader, als van de compacte ANPR Access kentekenherkenningscamera meer producten verkocht dan ooit tevoren. Tot 2014 ging de marktgroep Nedap Identification Systems als AVI (Automatic Vehicle Identification) door het leven. Gezien de verbreding van de product portfolio en markten sloot deze naam niet meer goed aan bij de gevoerde activiteiten. In markten waar met name interesse bestaat in systemen voor parkeerdetectie of stedelijke toegangscontrole, gebruikt de marktgroep NIS het label Nedap Mobility Solutions (NMS).

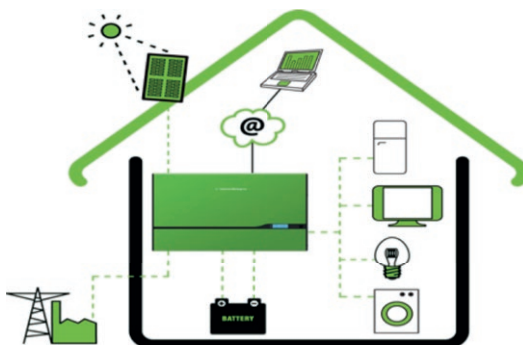


Binnen NMS is het SENSIT-systeem voor draadloze parkeerdetectie een rijzende ster. Als onderdeel van 'Smart City'-concepten zijn in veel steden initiatieven gestart rondom het thema mobiliteit. Sensortechnologie voor parkeerdetectie is daarbij een effectief middel om de verkeersdoorstroming te verbeteren. In diverse steden, op verschillende continenten, zijn inmiddels sensoren van Nedap geïnstalleerd. De informatie van deze sensoren wordt onder meer gebruikt om automobilisten eenvoudiger en sneller naar vrije parkeerplaatsen te verwijzen.

Dit leidt tot een betere bezetting van de beschikbare parkeerplaatsen en een verlaging van het aantal verkeersbewegingen om een parkeerplaats te vinden. De verwachting is dat deze ontwikkeling zal doorzetten en dat het SENSIT-systeem structureel zal bijdragen aan de opbrengstenontwikkeling van de marktgroep in de komende jaren.

*Na een aantal jaren van flinke groei bleven in het eerste halfjaar 2014 de opbrengsten van de marktgroep Identification Systems achter bij die van het voorgaande jaar. Enerzijds ziet de marktgroep een stijging van concrete belangstelling, anderzijds worden beslissingstrajecten langer en worden zelfs al in opdracht gegeven projecten uitgesteld. De onzekere economische situatie in de verschillende marktsegmenten speelt daarbij een rol, maar ook is het moeilijk verkrijgen van projectfinanciering door de afnemers van de NIS-producten een belangrijke reden voor uitstel.*

## 7. Energy systems



***Nedap Energy Systems ontwikkelde de PowerRouter: een bijzonder energie-managementsysteem waarmee iedereen zijn eigen intelligente netwerk voor duurzame energie kan bouwen. Zonnepanelen, generators, en accu's: alles is er eenvoudig op aan te sluiten. De opgewekte energie kan worden gebruikt, opgeslagen in accu's of verhandeld via het net. Het complete energieverbruik is eenvoudig online bij te houden. De PowerRouter is een duurzame oplossing, ook voor delen van de wereld zonder elektriciteitsnet of met een net van slechte kwaliteit.***

De marktgroep Energy Systems (autonome energiesystemen) ontwikkelt en verkoopt proposities gebaseerd op het PowerRouter-platform. De kern van dit platform wordt gevormd door gepatenteerde technologie, waarbij er snel en zonder onderbreking kan worden geschakeld tussen verschillende energiebronnen, het 'routen' van 'power'. Daarbij

wordt volledige controle gehouden over de mate en kwaliteit van de elektriciteit die uiteindelijk beschikbaar komt.

Dankzij de sterke kostprijzdalingen van zonnepanelen wordt het steeds aantrekkelijker om zelfs zonder subsidie zonnestroom op te wekken. De sterke toename van het aantal geïnstalleerde zonnepanelen leidt overigens in een groeiend aantal landen wel tot problemen. Zo nemen de subsidieverplichtingen voor zonne-energie soms onbeheersbare vormen aan. Daarnaast begint het fysiek verwerken van een overvloed van stroom op zonnige dagen steeds problematischer te worden. De verwachting is dan ook dat de komende jaren de subsidieregelingen voor zonne-energie sterk zullen worden gereduceerd. Tegelijkertijd zullen netwerkbeheerders in toenemende mate eisen stellen teneinde het ongelimiteerd terugleveren van elektriciteit aan het netwerk in te perken. Met de PowerRouter Solar Battery speelt Nedap in op deze ontwikkelingen. Kern van deze Self-Use propositie is dat overtollige, zelfopgewekte energie wordt opgeslagen om later weer zelf te kunnen gebruiken. Dit zorgt er niet alleen voor dat het elektriciteitsnetwerk minder wordt belast, ook voorkomt het dat stroom tegen steeds lager gesubsidieerde tarieven wordt teruggeleverd, waarna deze later tegen een hoger tarief moet worden teruggekocht.

Met deze propositie is Nedap in 2013 in Duitsland definitief doorgebroken. Ondanks de drastische afname van nieuwe zonnestroominstallaties is het segment van Self-Use installaties in Duitsland juist gegroeid. De Nedap PowerRouter wordt gezien als de technologisch meest complete oplossing met een aantrekkelijke prijs. De afgelopen jaren heeft Nedap sterk in de Duitse markt geïnvesteerd. In 2013 werd het *Certified Installer Programme* geïntroduceerd. Met dit programma werden directe relaties met ruim 600 installateurs opgebouwd. Deze groep bepaalt veelal welk type installatie daadwerkelijk wordt geplaatst. De Certified Installers vormen inmiddels een kundig netwerk dat in staat is vanuit een sterke kennispositie de PowerRouter te verkopen en te ondersteunen. Met de Nedap PowerRouter is Nedap goed gepositioneerd om te profiteren van de verwachte groei van gedistribueerde opslagsystemen voor stroom. Echter, veranderingen in de wet- en regelgeving en aanpassingen in subsidieprogramma's kunnen op korte termijn een verstoring effect hebben op de ontwikkeling van deze markt. Een dergelijke verstoring voltrok zich in het eerste halfjaar 2014. Na een goede start van het jaar bleven de opbrengsten van de marktgroep aanzienlijk achter bij die van 2013 en bij de verwachtingen.

De solarmarkt in Duitsland werd geconfronteerd met nieuwe overheidsmaatregelen, zoals lagere invoertarieven en belastingheffing over eigen verbruik. Hierdoor zijn consumenten behoorlijk terughoudend geworden over de aanschaf van een PowerRouter. Niet alleen Nedap ondervond hier hinder van maar ook de belangrijkste beursgenoteerde Duitse concurrent en wereldmarktleider SMA Solar Technology AG. Deze fabrikant van zonnestroom omvormers behaalde in de eerste zes maanden van 2014 een omzet van € 341 mln, een daling van ruim 26% ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2013. In Duitsland daalde de vraag zelfs met 40%.

Het operationele resultaat (EBIT) daalde eveneens sterk naar € -62,4 mln (1H2013: € -23,3 mln). SMA verwacht de komende maanden wel een sterkere vraag door de inter-

nationale projectbusiness maar zal het jaar 2014 naar verwachting met een fors verlies van € 45 mln afsluiten.

Nedap is naast Duitsland actief in andere West-Europese landen als België, Engeland, Frankrijk en Italië. Ook in deze landen zorgt het ontbreken van een bestendig nationaal en Europees beleid ter zake voor onduidelijkheid bij de consument, wat het nemen van aankoopbeslissingen niet bevordert. Tenslotte is ook Australië een belangrijke afzetmarkt. In de regel zijn landen met de minste subsidieregelingen het meest aantrekkelijk.

## 8. Library solutions



***Nedap is het enige bedrijf ter wereld dat een volledig geïntegreerde RFID-oplossing speciaal voor bibliotheken ontwikkelt en produceert. De efficiënte en innovatieve oplossingen helpen om terugkerende taken te automatiseren, kosten te reduceren, alsmede het serviceniveau en de circulatie te verhogen.***

Met haar Librix systemen ondersteunt Nedap bibliotheken op innovatieve wijze. Door middel van selfservice apparatuur kunnen bibliotheekbezoekers gemakkelijk zelf het lenen of terugbrengen van materialen regelen. Hierdoor wordt een gemiddelde selfservice van meer dan 95% bereikt.

Bibliotheken verlagen daardoor hun kosten en kunnen hun service verbeteren. De Librix systemen van Nedap bestaan onder andere uit: RFID-labels, RFID-readers, intelligente boekenkasten en -schappen, sorteermachines en een online monitoringsysteem. Uniek in het aanbod is het 'Kleinste Filaal'. Dit is een complete minibieb in de vorm van een afgesloten kast. Hieruit kunnen mensen met behulp van hun bibliotheekpas boeken lenen. Deze functie vindt met name ingang bij scholen, faculteiten en verpleeghuizen. In 2011 heeft de marktgroep haar strategische focus verschoven door zich niet langer te richten op het uitvoeren van volledige bibliotheekprojecten, waarbij zij als systeemintegrator een mix van eigen componenten en producten van derden combineert. In plaats daarvan richt Library Solutions zich op het ontwikkelen en leveren van een toonaangevende product portfolio, waarmee business partners individuele projecten verder kunnen invullen. Deze transformatie heeft in de periode na 2011 geleid tot per saldo lagere opbrengsten – de projectgebonden omzet kon niet geheel worden gecompenseerd door een hogere omzet eigen producten – maar wel tot de gewenste positionering in de markt. Zo zijn er de afgelopen jaren bibliotheken ingericht in Scandinavië, Azië, en

Noord- en Zuid-Amerika. In Canada werden de eerste bibliotheekgroepen uitgerust met intelligente boekenschappen voor het inleveren van boeken. Daarnaast is in Frankrijk, onder meer met de uitrol van RFID-systemen binnen de bibliotheken van Marseille, de bestaande marktleiderspositie verstevigd. Als gevolg van de aanpassingen van de organisatie stijgt de winstgevendheid van de marktgroep. Dankzij de sterke vereenvoudiging van het business model en de gebalanceerde product portfolio kunnen nu sneller en in meer landen tegelijk commerciële activiteiten worden ontplooid.

## **Informatie**

*Deze Investment Case is door de onderneming gecontroleerd op feitelijke onjuistheden en fouten. De analyse en taxaties van deze Investment Case zijn opgesteld door het beheerteam van de Beheerder Add Value Fund Management B.V. De leden van het beheerteam hebben door het participeren in Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.*

*Amsterdam, 27 oktober 2014*

*Voor aanvullende informatie kunt u contact opnemen met:*

*Add Value Fund Management B.V.  
Johannes Vermeerstraat 14, 1071 DR Amsterdam  
The Netherlands*

*T +31 (0)20 570 3057*

*F +31 (0)20 570 3050*

*E [info@avfm.nl](mailto:info@avfm.nl)*

*W [addvaluefund.nl](http://addvaluefund.nl)*

## **Disclaimer**

*Deze publicatie is een Investment Case. Add Value Fund Management B.V. is de producent van deze publicatie ten behoeve van de voorlichting van de (potentiële) aandeelhouders in Add Value Fund, dat wordt beheerd door Add Value Fund Management B.V. De kwalitatieve en kwantitatieve standpunten in deze publicatie zijn de weergave van de visie van de fonds-beheerders. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financiële titel en moet evenmin worden beschouwd als een beleggingsadvies. Dit verslag is gebaseerd op informatie die Add Value Fund Management B.V. betrouwbaar acht, maar Add Value Fund Management B.V. garandeert niet dat deze informatie juist en/of volledig is, zodat op de inhoud van deze publicatie niet als zodanig mag worden vertrouwd.*

*De meningen in de Investment Case zijn een weergave van de huidige visie van Add Value Fund Management B.V. op de datum van het verschijnen van deze publicatie. Deze Investment Case is opgesteld zonder rekening te houden met de individuele financiële situatie en doelstellingen van de personen die de Investment Case ontvangen. Add Value Fund Management B.V. aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.*

## **Methodologie**

*Add Value Fund Management B.V. geeft geen koop- of verkoopaanbevelingen ten aanzien van de in de Investment Cases besproken ondernemingen, maar belicht slechts in kwalitatieve zin de sterke en zwakke punten van deze ondernemingen. Add Value Fund Management B.V. beoogt met de Investment Cases tot een juiste waardebeoordeling van de besproken ondernemingen te komen, daarbij gebruik makend van verschillende aannames en onder verschillende scenario's. De Investment Cases zijn uitsluitend bedoeld om (potentiële) aandeelhouders in Add Value Fund te voorzien van grondige analyses die dienen als een onderbouwing van het beleggingsbeleid van Add Value Fund Management B.V. in het kader van Add Value Fund.*

