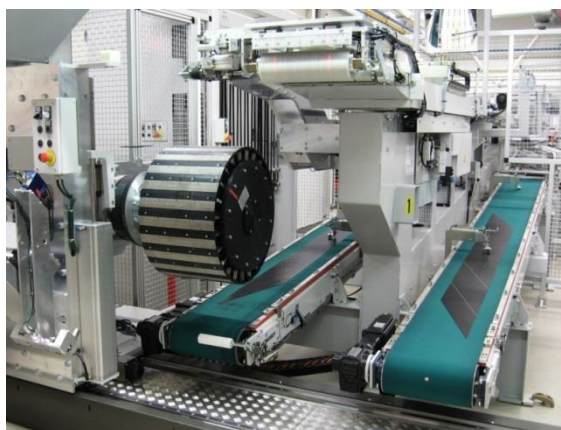


## Bedrijfsbezoek VMI te Epe

Op dinsdag 6 oktober 2015 brachten wij een bedrijfsbezoek aan VMI, de Veluwsche Machine Industrie, onderdeel van de **TKH Group**. VMI ontwikkelt en bouwt machines voor met name de autobandenindustrie en is daarmee de onbetwiste wereldmarktleider in dit segment. Op jaarbasis worden er wereldwijd ongeveer 1,2 miljard autobanden geproduceerd waarvan circa 20% met de innovatieve 'high tech' machines van VMI. TKH nam VMI in 1984 over. Destijds bedroeg de jaaromzet circa € 6 miljoen. Dertig jaar later is dit gegroeid tot € 300 miljoen, waarbij de aantekening dat deze toename hoofdzakelijk via de weg van organische groei is gerealiseerd. De periode 2008 - 2010 kan worden bestempeld als een kantelpunt in de strategische positionering van VMI. Tot die tijd was de onderneming redelijk succesvol geweest met de 248-bandenbouwmachine, die echter uitontwikkeld raakte. Daarop besloot het management met een versimpelde kostenefficiënte versie (de 245) de Chinese groeiemarkt open te breken. Er werd lokaal geproduceerd en 85% van de onderdelen werden lokaal ingekocht. Een cruciale vereiste was voorts dat de VMI-kwaliteit ook in China kon worden gegarandeerd, met andere woorden dat alle processen naadloos op elkaar waren afgestemd. Al met al een enorme operatie, die echter een doorslaand succes opleverde. Vanaf 2010 werd een recordaantal machines geproduceerd en steeg het marktaandeel in het outsourcingsegment van de bandenbouwindustrie naar 70%. Naast de Chinese krachttoer besloot TKH in 2010 tot een verdubbeling van de R&D- capaciteit bij VMI. Van de circa 1.250 medewerkers zijn er nu 300 engineers. Hiermee werd de basis verstevigd om de volgende generatie machines sneller en efficiënter te kunnen leveren. Daarbij stond een aantal principes centraal: maximale output, maximale nauwkeurigheid en 'hands-off, eyes-off', ofwel: invloed van de mens op kwaliteit en output van de productie wegnemen. Onder de verzamelnaam 'MAXX-technologie', waartoe ook de introductie van een nieuwe volautomatische bandenbouwmachine behoorde, ontwikkelde VMI bijvoorbeeld een totaal nieuwe snijmachine, de EdgiQ. De R&D-afdeling ontwikkelde het idee van een rolsnijder, een soort pizza mes aangestuurd met een servomotor. Hiermee werd een grote bijdrage aan de verhoging van de productiecapaciteit bereikt, niet zozeer vanwege grotere geproduceerde aantallen, maar vooral door minder stilstand van de machine (geen omsteltijden) en minder materiaalverlies. Een vergelijkbare redenering ligt ten grondslag aan de manier waarop VMI de verschillende stappen in het productieproces van een band is gaan integreren. Alles wat tussentijds moet worden opgeslagen, omdat productiestappen niet op elkaar aansluiten, kost immers tijd en geld. Daarom kwam de R&D-afdeling met het Modular Type Manufacturing (MTM) concept. In deze machine zijn alle processtappen geïntegreerd, van grondstof tot banden, met als ultiem voordeel dat er veel meer flexibiliteit ontstaat. Zijn er bijvoorbeeld 50 banden benodigd van een ander type? Dan behoeft het productieproces niet te worden stilgelegd om andere componenten in te voeren, het kan met hetzelfde basismateriaal. VMI werkt al jaren met eigen cameratechnologie, waarbij sensoren onder meer de precieze plaatsing van het rubber bewaken. Deze visie-technologie ontwikkelt VMI in samenwerking met TKH-zusterbedrijf NET uit Duitsland, waardoor concurrenten geen toegang hebben tot deze technologie. Een productiesysteem is bij VMI een cyber-physical system (CPS), een fysieke entiteit die verbonden is met datatechnologie, sensoren, algoritmes, etc. Dat leidt tot naadloze integratie van de VMI-machines met de mens, de operator die het systeem bedient, en met het bedrijfsnetwerk van de klant. Ook dat is een competentie van VMI: het bedrijf staat erom bekend dat het zeer goed in staat is om productiesystemen te integreren in de productiecentra van de klant. Elk

productiesysteem bestaat voor een deel uit standaardonderdelen en uit onderdelen die klant-specifiek zijn. In feite wordt het 'overcomplete' ontworpen: er zijn meer onderdelen dan in welke afzonderlijke toepassing dan ook nodig zijn, en de engineering van een specifiek bandenbouwsysteem behelst onder meer het weglaten van onderdelen. Door slim te organiseren kan klant-specifiek maatwerk worden geleverd zonder dat onnodig veel uren behoeven te worden gespendeerd. VMI produceert bandenbouwsystemen in Epe, Yantai in China en sinds kort in Polen. Sommige onderdelen worden in China geproduceerd en in Nederland en Zuid-Amerika (Brazilië) geassembleerd. Andere onderdelen, die gevoelige kerntechnologie bevatten, worden alleen in Epe gemaakt en van daaruit verscheept.



**MAXX autobandenbouwmachine**



**MILEXX truckbandenbouwmachine**

De groeistrategie van VMI heeft zich vanaf medio 2012 vertaald in een krachtige omzetgroei. Over geheel 2013 werd een autonome omzettoename van 13,8% gerealiseerd, waarbij de orderintake in H2 2013 naar € 160 miljoen steeg. Het jaar 2014 was ronduit spectaculair met een omzetgroei van 42,4% welke volledig autonoom was. Door de geavanceerdheid van de nieuwe technologie werd een versnelling gerealiseerd in het vervangen van bestaande productiecapaciteit bij klanten in de bandenbouwindustrie. Met name in Azië zette deze versnelling door, waarbij ook investeringen in capaciteitsuitbreiding de groei ondersteunden. De orderintake voor geheel 2014 kwam uit op bijna € 400 miljoen, een nieuw record. De orderingang in H2 2014 lag wat lager dan in het eerste halfjaar doordat de investeringen in Azië temporiseerden in vergelijking met de extreme vraag in het eerste halfjaar. Het was bovendien zeer positief dat de omzet en orderintake binnen de Top-5 bandenbouwers (Michelin, Pirelli, Continental, Goodyear en Bridgestone) in lijn toenam met die van de overige klanten. In de eerste helft van 2015 werd VMI geconfronteerd met terughoudendheid bij Chinese bandenbouwproducenten voor investeringen door importheffingen voor hun banden in de Verenigde Staten die in het vierde kwartaal van 2014 inzette. Dit leidde tot een lagere orderintake van respectievelijk € 85 miljoen in Q1 2015 en van € 60 miljoen in Q2 2015. Buiten China groeide de orderintake en omzet overigens in lijn met de verwachtingen. Per saldo was er een omzetsdaling van 6,1% in vergelijking met het extreem sterke eerste halfjaar 2014. Naar verwachting zal de terughoudendheid bij Chinese klanten in H2 2015 afnemen door acties om productiecapaciteit te verplaatsen naar andere landen. Door een hoge orderintake sinds begin juli en goede vooruitzichten voor een toename van de vraag buiten China, zal de orderintake in het lopende halfjaar vermoedelijk hoger zijn dan in H1 2015. TKH meldde expliciet dat er verdere stappen zijn gezet in de positionering binnen de Top-5 bandenbouwers, echter met nog een beperkt effect in de orderintake en omzet in H1 2015. Het is voorts van belang dat VMI intussen volop werkt aan de ontwikkeling van een nieuwe generatie bandenbouwtechnologie waarmee niet alleen een band wordt geassembleerd, maar ook de productie van componenten die in de band worden toegepast in één systeem zijn verenigd. Dit systeem verwacht VMI onder de naam UNIXX binnen drie jaar op de markt te kunnen introduceren. De marktprijs van dit nieuwe geïntegreerde systeem zal ongeveer driemaal zo hoog zijn als die van

de huidige systemen. Op de korte termijn (H2 2015) zal de lagere orderintake in H1 2015 een negatief effect op de bezettingsgraad in het tweede halfjaar uitoefenen, waardoor de winst van het overkoepelende segment Industrial Solutions in H2 2015 naar verwachting rond het niveau van de eerste jaarhelft zal liggen. Voor 2016 en volgende jaren heeft VMI echter een ijzersterke basis gelegd voor verdere groei van omzet en winst. Daarbij spelen de volgende trends in de bandenbouwindustrie in het voordeel van de onderneming:

- Een hoge prioriteit in de industrie voor vervanging van bestaande technologie met nadruk op hoge productiviteit, kwaliteitsverbetering en kleinere batches
- In de bandenbouwindustrie is het aantal bandenmaten voor personenwagenbanden in het afgelopen decennium meer dan vertienvoudigd, hetgeen vraagt om flexibelere productiemethoden
- Innovaties zijn noodzaak geworden om de werkkapitaalbehoefte in de supply chain van de bandenbouwindustrie terug te dringen
- De trend naar steeds grotere bandenafmetingen en naar veiligere, kwalitatief betere banden leidt tot een behoefte aan nieuwe productietechnologieën
- Ruim 70% van het bestaande machinepark aan bandenbouwmachines is ouder dan 15 jaar
- Door de hoge grondstofprijzen in de bandenbouwindustrie is er behoefte aan een efficiënter materiaalverbruik bij de productie van de banden. De stijgende loonkosten leiden ertoe dat er vraag is naar systemen met een hogere productiviteit en operator-onafhankelijkheid

TKH meldde over 2014 een omzet voor VMI van € 338,5 miljoen. In de door het management gepresenteerde groeiscenario van de zeven verticale groeimarkten staat voor bandenbouw een verdere groei geprogrammeerd in de richting van € 450 – 550 miljoen in de komende 3 – 5 jaar. Daarmee blijven bandenbouw en VMI met voorsprong TKH's grootste verticale groeimarkt. TKH geeft geen afzonderlijke EBITA-cijfers van VMI, maar volstaat met de geaggregeerde cijfers van de overkoepelende Industrial Services divisie, waarin ook het segment Connectivity is opgenomen. In 2014 realiseerde Industrial Solutions een return on sales (ROS) van 13,4%, te weten een EBITA van € 91,6 miljoen op een omzet van € 683 miljoen. In H1 2015 daalde de omzet weliswaar met 4% van € 334,3 miljoen naar € 324,0 miljoen, maar steeg de EBITA met 4,0% van € 41,1 miljoen naar € 42,7 miljoen. Hierdoor steeg de ROS in deze periode van 12,3% naar 13,3%.

Wij zijn van mening dat VMI de komende jaren de sterke winstgroei van TKH Group zal blijven aanjagen. De door het management geprojecteerde aannames voor de omzetgroei in de komende 3 – 5 jaar lijken zeer conservatief, maar zijn ingegeven door de traditionele terughoudendheid bij de Top-5 om in-house productie extern uit te besteden. Wij sluiten niet uit dat in deze opstelling de komende jaren verandering komt.

Vooralsnog handhaven wij onze taxaties van de winst per aandeel TKH Group van 2015 en 2016 op respectievelijk € 2,35 en € 2,75 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 34,80 wordt daarmee 12,7x de getaxeerde winst 2016 voor de aandelen TKH Group betaald. Het verwachte dividendrendement laat zich berekenen op 3,6%, uitgaande van een 45% pay-out ratio.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,  
Hilco Wiersma  
Willem Burgers

Amsterdam, 6 oktober 2015

# VIJF JAAR OVERZICHT TKH GROUP

In miljoenen euro's (tenzij anders vermeld)	2015	2014 <sup>7</sup>	2013	2012	2011
<b>Exploitatie</b>					
Omzet <sup>1</sup>	1.375	1.345	1.198	1.102	1.061
EBITA <sup>2</sup>	151	136	100	86	90
Nettoresultaat	88	86	42	31	54
Nettoresultaat voor eenmalige baten en lasten en amortisatie <sup>2</sup>	102	89	60	50	59
Kasstroom uit operationele activiteiten	182	95	79	75	47
Netto-investeringen <sup>3</sup>	39	34	19	25	22
Afschrijvingen op materiële vaste activa <sup>7</sup>	21	20	19	17	15
<b>Balans</b>					
Eigen vermogen <sup>4,7</sup>	530	500	439	425	358
Vreemd vermogen	721	694	638	615	428
Vaste activa <sup>7</sup>	630	556	578	569	398
Vlottende activa	621	635	499	464	380
<b>Verhoudingsgetallen</b>					
Eigen vermogen/balanstotaal %	42,4	41,9	40,7	40,8	45,6
Eigen vermogen/vaste activa	0,8	0,9	0,8	0,7	0,9
EBITA/totaal van de bedrijfsopbrengsten % (ROS) <sup>2</sup>	11,0	10,0	8,3	7,8	8,5
EBITA/gem. geïnvesteerd vermogen % (ROCE) <sup>2</sup>	22,1	21,2	15,9	15,9	21,5
Nettoresultaat voor eenmalige baten en lasten en amortisatie/totaal van de bedrijfsopbrengsten % <sup>2</sup>	7,4	6,6	5,0	4,5	5,6
Nettoresultaat/Eigen vermogen % <sup>4</sup>	19,3	17,8	13,7	11,7	16,5
<b>Medewerkers (in FTE)</b>					
Aantal ultimo	5.387	5.030	4.802	4.736	4.062
In euro's (tenzij anders vermeld)					
<b>Per gewoon aandeel van € 0,25 <sup>5</sup></b>					
Eigen vermogen	12,70	12,08	11,56	11,28	9,60
Nettoresultaat	2,07	2,14	0,98	0,76	1,44
Nettoresultaat voor eenmalige baten en lasten en amortisatie <sup>2,6</sup>	2,40	2,23	1,48	1,27	1,63
Kasstroom uit operationele activiteiten	4,35	2,29	2,07	2,00	1,27
Dividend	1,10	1,00	0,75	0,65	0,75
Hoogste koers	40,50	27,18	26,40	20,86	23,80
Laagste koers	25,35	22,13	18,55	15,41	13,24
Koers ultimo	37,44	26,36	25,40	19,50	16,95
Aantal uitstaande gewone aandelen ultimo (x 1.000)	41.724	41.400	37.985	37.658	37.284

- 1 Tot en met 2013 is de 'wijziging voorraad gereed product en goederen in bewerking' gerubriceerd onder bedrijfsopbrengsten. Vanaf 2014 wordt deze post onder de bedrijfslasten gepresenteerd.
- 2 Voor eenmalige baten en lasten. In 2014 is een eenmalige pensioenbaten van € 9,4 miljoen opgenomen. In 2013 zijn eenmalige lasten uit hoofde van herstructureringen en bijzondere waardeverminderingen van respectievelijk € 7,2 miljoen en € 0,2 miljoen verantwoord. De eenmalige baten en lasten in 2012 betreffen herstructurerings- en acquisitiekosten van € 12,2 miljoen, vrijval van financiële verplichtingen voor earn-out en put-opties van € 3,0 miljoen, alsmede de belastingzate hierover van € 2,8 miljoen. In 2011 bedroegen de acquisitiekosten € 2,0 miljoen.
- 3 In vaste bedrijfsmiddelen (materiële vaste activa).
- 4 Inclusief mindermiddelen (materiële vaste activa).
- 5 Kijfgetallen zijn berekend op basis van bij diensten uitstaande gewone aandelen.
- 6 Op basis van gemiddeld aantal uitstaande aandelen.
- 7 Na herziening als gevolg van de wijziging in de grondslag voor bedrijfsgegevens en tennissen en aanpassingen in voorgaande perioden (zie Grondslagen voor financiële verslaggeving) voor de jaren 2015 en 2014. De jaren 2011 t/m 2013 zijn niet aangepast.