

INVESTMENT CASE

Beurskoers 9 augustus 2011: € 19,40

Marktkapitalisatie	EUR 129,8 mln
Aantal uitstaande aandelen	6.692.920
Vrij verhandelbaar	32%
Hoog / Laag 52 weken	EUR 25,70 / 17,00
Rendement 12 maanden	16,2%
Beta vs. ASCX-Index	0,87
Dividendrendement 2011	6,3%
Koers/Winstverhouding 2012	8,6
Bloomberg symbool	NEDAP NA
Reuters symbool	NEDP.AS
Website	www.nedap.com



Investeringsrationale

Nedap is een ontwikkelaar en producent van producten en oplossingen die bijdragen aan een veiliger leef- en werkmilieu. Het zijn duurzame oplossingen met een groot maatschappelijk nut, die hun toepassing vinden in onder andere de retailsector, de gezondheidszorg, het gebouwmanagement, de veehouderij, het bibliotheekwezen, het energiebeheer en de waterzuivering. Nedap is in 2010 sterker uit de financiële crisis tevoorschijn gekomen met een hernieuwde focus op eigen producten en oplossingen onder de Nedap-(merk)naam. De conjunctuurgevoelige en benedengemiddeld renderende toeleveringsactiviteiten worden momenteel in rap tempo afgebouwd, hetgeen een positief effect heeft op de financiële parameters van de onderneming. Gecorrigeerd voor de afbouw van de niet-kernactiviteiten koerst Nedap momenteel op een opbrengstengroei van 10% en een winstgroei van circa 15% per jaar. Daarbij profiteert Nedap van de prominente positie die zij heeft verworven op het gebied van Radio Frequency Identification (RFID) en Near Field Communication (NFC). Deze kennisvoorsprong zal zich onzes inziens de komende twee jaar gaan vertalen in een stevige autonome toename van de groepsomzet en een verder herstel van de operationele marge. In combinatie met een traditioneel conservatief financieel management zal dit leiden tot recordwinsten in 2012 en volgende jaren.

Op basis van onze taxatie van een winst per aandeel van € 2,25 over het boekjaar 2012, achten wij een koersstijging van het aandeel Nedap van 70% naar € 33,- een reëel scenario.

Het aandeel Nedap bekleedt momenteel de derde positie in de portefeuille van het Add Value Fund.

INVESTMENT CASE



Profiel

Nedap N.V. is opgericht in 1929 en is gevestigd in Groenlo, in de Achterhoek. De onderneming telt wereldwijd 670 medewerkers. De aandelen van de Nederlandse Apparatenfabriek (Nedap) zijn sinds 1947 verhandelbaar aan de beurs van NYSE Euronext Amsterdam.

Nedap is de Europese marktleider in beveiligingsoplossingen en een pionier in enkele product-markt combinaties, onder andere op het gebied van klantgerichte security management oplossingen, anti-winkeldiefstal systemen, veemanagement, automatiseringssystemen voor de thuiszorg en het onderwijs, alsmede energiereguleringsystemen.

Nedap streeft ernaar om zich te onderscheiden door het toepassen van hoogwaardige technologie in flexibele oplossingen, waarbij gebruikersgemak centraal staat.

Als organisatie is Nedap innovatief en ondernemend. Al ruim tachtig jaar is het succes van de onderneming gebaseerd op een uiterst succesvolle samenwerking met haar klanten, waarbij Nedap bouwt op haar expertise op het gebied van RFID (Radio Frequency IDentification), Near Field Communication (NFC) en elektronica. Nedap's RFID-systemen worden toegepast op verschillende markten. Ze bieden de eindgebruiker de ultieme apparatuur voor veilige en betrouwbare identificatie.

Nedap combineert een breed technologieportfolio met gedetailleerde kennis van de verschillende marktsegmenten en met gezond ondernemerschap. De klantgroepen kunnen daarbij zelfstandig hun koers bepalen en hun keuze maken in de wijze waarop technologie, markt en ondernemerschap met elkaar worden gecombineerd.

In het moderne hoofdkantoor (zie foto hierboven) in Groenlo zijn alle activiteiten onder één dak ondergebracht: van onderzoek en ontwikkeling tot producten en marketing. Op deze manier kan Nedap snel inspelen op de behoefte van haar klanten. Op deze regel is één uitzondering: de seriematige productie-activiteiten van Inventi worden uitgevoerd in een afzonderlijke vestiging in Neede, hemelsbreed op 12 kilometer afstand van het hoofdkantoor.

INVESTMENT CASE

Momenteel onderscheidt Nedap twaalf marktgroepen. In alfabetische volgorde:

- **Agri** → Veemanagement-systemen
- **AVI** → Automatische Voertuigidentificatie
- **Education** → E-registratie, Locker Management en elektronisch betalen
- **Election Systems** → Nedap verkiezingssystemen zijn specifiek ontworpen en gefabriceerd voor verkiezingen die onder de kieswet en regelgeving vallen
- **Energy Systems** → De Nedap PowerRouter: een nieuwe generatie energieopslag- en verdeelsysteem
- **Healthcare** → Oplossingen die de werkzaamheden van zorgprofessionals, die niet tot de kerntaken behoren, automatiseren
- **Inventi** → In deze klantgroep zijn de seriematige productiewerkzaamheden ondergebracht
- **Library Solutions** → Nedap Library heeft een compleet systeem van selfservice bij bibliotheken
- **Light Controls** → Voorschakelapparaten die geschikt zijn voor lampen die worden toegepast in grote gebouwen zoals hangars, expeditiehallen en winkelgebouwen
- **Locker Management Systems** → LoXS: Electronisch lockerbeheer van Nedap
- **Retail** → Nedap Retail heeft producten voor winkels tegen diefstal en omzetsderving
- **Security Management** → AEOS biedt een rationele benadering voor de ingewikkelde wisselwerking in het hedendaagse security management

Strategie

Het is de strategie van de onderneming om krachtige posities in interessante markten op te bouwen en te behouden, cq te vergroten. Het financieel beleid ondersteunt deze strategie en is gericht op:

- een bedrijfsresultaat van minimaal 10% van de omzet
- rentabiliteit van het eigen vermogen van 15 – 20%
- streven naar een solvabiliteit van circa 45%
- dividend is een resultante van de solvabiliteit: wanneer aan de solvabiliteitseis wordt voldaan, bedraagt de jaarlijkse pay out circa 90%

Markten

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 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. Eén voorbeeld daarvan is de Near Field Communication (NFC) technologie, die nu op het punt van doorbreken staat. Met NFC kan een mobiele telefoon worden gebruikt voor contactloze creditcard betalingen, toegangscontrole en tal van andere toepassingen. Al sinds 2005 heeft Nedap als één van de eerste bedrijven praktijkervaring opgebouwd met NFC-toepassingen. Zo maken anno 2011 tienduizenden zorgverleners 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 telecombédrijven. Zo staat Nedap vooraan wanneer over nieuwe ontwikkelingen wordt gesproken en NFC in andere markten wordt geïntroduceerd. Ook bij ontwikkelingen op het gebied

INVESTMENT CASE

van bijvoorbeeld het dynamisch lokaliseren van objecten, energiezuinige draadloze netwerken en de opvolger van de barcode, de Electronic Product Code (EPC), speelt Nedap inmiddels 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 bedrijfswinsten per marktgroep. In het navolgende 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 geanalyseerde taxatie lijkt de volgende opbrengsttoedeling per 2010-2011 een redelijke inschatting.

Marktgroep	Opbrengsten (tax) € mln	%
Security Management*	36	26%
Retail	28	20%
Agri	24	17%
Power Supplies	16	11%
Specials	11	8%
AVI	10	7%
Healthcare	10	7%
Library Solutions	5	4%
Inventi*	0	0%
Election Systems	0	0%
Totaal	140	100%

*) = de marktgroepen Education en Locker Management Systems maken met ingang van 2011 deel uit van Security Management. Inventi levert uitsluitend aan de marktgroepen van Nedap. De opbrengsten die zij genereert, zijn uitgeconsolideerd.

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's 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

INVESTMENT CASE

systemen. Dankzij het gebruik van open IT-standaarden in combinatie met een 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 is de modulaire opbouw van de software, waardoor snel kan worden ingespeeld op nieuwe security-eisen en –wensen door gewijzigde omstandigheden.

De marktgroep liet in 2006 een behoorlijke opbrengstensprong zien. Weliswaar speelde hierbij een zeer grote (“enkele miljoenen”) opdracht een belangrijke rol, maar het gaf ook een indicatie dat steeds meer grote bedrijven de voordelen van het toegangsverleningssysteem van security platform AEOS begonnen te ontdekken.

In 2007 wist Security Management haar omzet te stabiliseren ondanks dat de markt zich kenmerkte door een geringe groei, veel overnames, weinig innovaties en een sterke prijserosie. Het aantal AEOS-klanten nam verder toe. In België, Duitsland en Engeland begonnen de effecten van de invoering van het business partner model zichtbaar te worden. Doordat de business partners zich richten op de uitvoering van de projecten, kan Nedap zich concentreren op het bewerken van de markt. Absolute voorwaarde voor klantspecifieke oplossingen is het dicht bij de klant staan, een brede kennis van security, het op de hoogte blijven van veranderingen, kennis van het bedrijf en veel ervaring om uit te kunnen putten. Dochtervestiging Nsecure in Barendrecht en de 49,7%-deelneming Nedap France vervullen deze verantwoordelijkheid met succes. Nsecure brengt haar oplossingen onder de naam Yardz op de Nederlandse markt. Nedap France profileert zich met Netvision.

Onder dezelfde uitdagende marktomstandigheden wist Nedap Security Management in 2008 verder marktaandeel te winnen. De kracht van de innovatiestrategie werd onderstreept door het winnen van de prestigieuze Duitse GIT Security Award voor de eerder dat jaar geïntroduceerde Security Controller. Dit is de eerste controller in de markt die alle beveiligingsfuncties – toegangscontrole, video-opslag, inbraakdetentie, PLC-functionaliteit en intercom – bundelt in één apparaat. De belangrijkste voordelen hiervan zijn lagere investeringen in hardware en installatie, meer functionaliteit en eenvoudige integratie. In 2008 werd veel geïnvesteerd in het bewerken van opkomende internationale markten. Na het onderbrengen van multinationale projecten bij lokale partners, bemerkte Nedap Security Management dat zij via deze partners in verschillende landen verder voet aan de grond krijgt. Met Nedap-vertegenwoordigers in Polen, Rusland, Zuidoost-Azië en China wordt hard gewerkt aan het opbouwen van een unieke marktpositie. De meerjarige aanwezigheid in het Midden-Oosten begint tot concrete resultaten te leiden.

Nedap onderscheidt zich in de beveiligingsindustrie door de gehele productenreeks van antennes, readers, controllers en software in eigen beheer te hebben. In 2009 kon de marktgroep haar opbrengsten op het niveau van 2008 handhaven, mede door een verdere uitbreiding van de product portfolio.

AEOS-systemen zijn in meer dan 70 landen geïmplementeerd. Hiermee reikt de Nedap AEOS partner community over de hele wereld.

Ondanks de algehele teruggang in bouwactiviteiten hebben de producten en het distributiemodel van Security Management in 2010 gezorgd voor de hoogste omzet in het bestaan van deze marktgroep. De voortdurende investeringen in innovatie en marketing resulteerden in een verdere verbetering van de leidende positie van de marktgroep als ontwikkelaar en fabrikant van security systemen in Europa.

Bij vooraanstaande klanten als de Europese Commissie, Reggefiber en TÜV werd de Security Controller met succes ingezet. Vooral de in 2010 geïntroduceerde nieuwe functionaliteit op het gebied van videoregistratie en –observatie werd goed door de markt ontvangen.

Het aantal landen waarin de marktgroep activiteiten ontplooit, groeit gestaag. Het Ministerie van Financiën in Polen, het voetbalstadion in Kiev, waar in 2012 de EK-finale wordt gespeeld, en het hoofdkantoor van Unilever in India zijn slechts een paar voorbeelden van aansprekende projecten die Nedap in 2010 heeft mogen boeken.

Daarnaast is het afgelopen jaar een aantal vooraanstaande systeemintegratoren overgestapt op Nedap AEOS. Gebrek aan innovatie en de keuze van een aantal fabrikanten om ook zelf projecten uit te voeren, noopte deze systeemintegratoren om zich

INVESTMENT CASE

opnieuw te beraden op de keuze van hun technologieleverancier. De keuze voor Nedap AEOS is gezien de superieure parameters niet verwonderlijk. Nedap verwacht dat deze trend de komende jaren zal aanhouden en dat het haar positie in de verschillende landen verder zal versterken.

Dankzij de extra investeringen in marketingactiviteiten groeien bekendheid en reputatie van Nedap AEOS in de security markt. Op basis hiervan en gezien de voortdurende productinnovatie rekt het management op een verdere opbrengstengroei in 2011 en volgende jaren. In de eerste helft van 2011 liet de marktgroep een sterke toename van de opbrengsten zien, waarbij tevens een aantal aansprekende opdrachten werden verworven.

Retail

Het beveiligingspoortje bij de ingang van warenhuizen, supermarkten en winkels is oorspronkelijk een innovatie van Nedap. Sinds de jaren '70 van de vorige eeuw ontwikkelt en levert Nedap Retail innovatieve en duurzame oplossingen voor het management en de beveiliging van winkels. De klanten van Nedap Retail profiteren van de expertise, ervaring en kundigheid van deze marktgroep om latente behoeften te identificeren. Innovaties zijn klantgedreven en de systemen worden ontwikkeld en aangepast om het winkelmanagement van klanten te optimaliseren.

Al meer dan dertig jaar is Nedap Retail een geëngageerde dienstverlener voor zowel grote winkelketens als kleinschalige winkels op het gebied van onder andere beveiliging en de beperking van omzetsderving. Sinds 1975 heeft Nedap Retail meer dan 500.000 systemen geïnstalleerd bij retailondernemingen over de gehele wereld. Op basis van een bedrijfskundige benadering van het terugdringen van voorraadderving in de retailsector heeft Nedap vanaf 2004 – 2005 een sterke positionering opgebouwd. Het uitgangspunt daarbij was: *“het verbeteren van het rendement van winkelbedrijven door de dervingproblematiek als integraal onderdeel van het gehele bedrijfsproces te zien”*. In de daaropvolgende jaren heeft Nedap Retail gestaag gewerkt aan een verdere verbetering 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, supermarkten/hypermarkten en health & beauty stores. Tot de aansprekende cliënten behoren Adidas, H&M, Mexx en Zeeman (mode), Auchan, Carrefour, IKEA en Kaufhof (supermarkten/hypermarkten) en Kruidvat, Superdrug en Trekpleister (health & beauty stores).

Het supermarktsegment vormt een belangrijk deel van de totale retailmarkt. Tot voor kort had Nedap geen specifieke producten voor super- en hypermarkten en was Nedap Retail nauwelijks actief in dit segment. Met de ontwikkeling van een nieuwe mono-antenne is evenwel een adequate oplossing beschikbaar gekomen voor toepassingen bij grote aantallen kassa's, zoals die in supermarkten voorkomen. Hiermee beschikt Nedap nu ook in dit marktsegment over een product dat, zowel qua prestaties als qua prijs, concurrerend is. Dit heeft in korte tijd geresulteerd in een aantal belangrijke opdrachten van vooraanstaande Europese ketens van super- en hypermarkten. Nedap Retail rekt erop dat zij haar marktpositie in dit segment de komende jaren verder kan uitbouwen.

Met het vorig jaar ontwikkelde Nedap Cube-systeem richt Nedap Retail zich op de markt van Store Operations Management Systems, een geheel nieuw marktsegment met volop groeimogelijkheden. Dit systeem is in belangrijke mate gebaseerd op het bewezen AEOS-platform (zie: Security Management). Met Nedap Cube wordt de retailer één integrale oplossing geboden voor zaken als toegangsverlening, inbraakdetectie, videoregistratie, locker management, energimanagement, lichtbeheer en werktijdenregistratie. Waar concurrenten voor de verschillende functies aparte apparaten aanbieden, onderscheidt Nedap zich met één krachtige 'store controller', waar de verschillende functies middels softwarecomponenten beschikbaar worden gesteld. (Deze 'store controller' is qua positionering vergelijkbaar met de 'security controller' uit de vorige paragraaf). Naast lagere investeringen en installatiekosten biedt Nedap Cube de retailer volledig inzicht in, en controle over, de diverse processen binnen zijn winkelketen. Winkels in verschillende landen zijn inmiddels uitgerust met het nieuwe Nedap Cube-systeem.

INVESTMENT CASE

Gedurende 2010 is er veel geïnvesteerd in een nieuwe RFID-productlijn onder de naam Nedap Storeid. Producten als overhead-antennes, RFID-kits voor bestaande antennes, een elegante handlezer en software voor het Cube-platform maken het nu mogelijk om gezamenlijk met retailers de eerste RFID-projecten te installeren. Nedap Retail richt zich daarbij vooral op de logistieke en verkoopprocessen in de winkel zelf. De kern van deze RFID-producten wordt gevormd door de UHF-reader, die is ontwikkeld binnen de marktgroep AVI.

Naast detectiesystemen, ontkoppelapparatuur en deactivatoren vormen labels, harde etiketten en andere verbruiksartikelen een belangrijk deel van de omzet voor een marktsegment. Deze producten worden voornamelijk in China geproduceerd. Met de opening van een kantoor in Hongkong beschikt Nedap Retail nu over een eigen inkoopteam in de regio. Dit stelt de marktgroep beter in staat om een retailorganisatie een volledig pakket met concurrerende condities aan te kunnen bieden.

Net als bij de marktgroep Security Management is bij Nedap Retail een tendens waarneembaar dat belangrijke dealers van concurrerende merken overstappen naar Nedap. Dit is een reflectie van de sterke marktpositie van het aanbod van Nedap dat wordt gekenmerkt door een sterke innovatieve ondersteuning en een hoge toegevoegde waarde.

De marktgroep Nedap Retail zette de uitstekende prestaties van 2010 in de eerste helft van het lopende jaar door. De beslissing om te blijven investeren in productvernieuwing en commercie gedurende de afgelopen recessie heeft de concurrentiekracht vergroot. De opbrengsten stegen in de eerste zes maanden van 2011 flink. Met de nieuwe propositie voor super- en hypermarkten won de marktgroep marktaandeel in dit segment. Nieuwe producten als Cube en de Tweet mirror (passpiegel met fotocamera en facebook-, twitter- en e-mailmogelijkheden) sloegen aan in diverse retailmarkten. Ook het eind vorig jaar geopende Global Label Center in Hongkong droeg bij aan de opbrengstengroei.

INVESTMENT CASE

Agri

Wel eens van berig en tochtig gehoord? Van de koeien en varkens die door de automatiseringssystemen van Nedap Agri worden gemanaged, weet de boer tot op de minuut nauwkeurig wanneer een dier geïnsemineerd kan worden. Ook processen als voeren en melken worden geautomatiseerd door Nedap Livestock Management en Nedap Velos is de ideale werknemer voor de varkenshouderij. Door individueel diermanagement op grote bedrijven eenvoudig te maken, wordt een hogere productie per dier mogelijk. De systemen, door Nedap Agri ontwikkeld en geproduceerd, worden verkocht over de hele wereld. Zo dragen wereldwijd 7,5 miljoen koeien een Nedap label (zie foto hieronder), de helft van de varkens wereldwijd leven in China waar Nedap Agri marktleider is op het gebied van voersystemen.



Nedap Agri ontwikkelt, produceert en verkoopt automatisering voor het veehouderijbedrijf over de gehele wereld. De producenten van vlees en melk zien de vraag naar hun producten trendmatig toenemen door een toenemende bevolking en welvaart. Tegelijkertijd neemt de druk op de bronnen als veevoer en arbeid toe. Nedap Agri maakt het mogelijk om effectief met deze schaarse bronnen om te gaan door processen als voeren, melken en tochtigheidsdetectie te automatiseren. Door individueel diermanagement op grote bedrijven eenvoudig te maken, komt een hogere productie per dier binnen bereik.

Varkenshouderij: De verplichting om varkens op een meer diervriendelijke manier – groepshuisvesting – te houden en de steeds grotere schaal waarop dit gebeurt, zorgen voor een toenemende vraag naar automatiseringssystemen. Om de schaalbaarheid van Nedap's systemen in de varkenshouderij beter aan te laten sluiten op de veranderende omstandigheden en om de gebruikersvriendelijkheid te vergroten, is zo'n vijf jaar geleden begonnen met een nieuw systeem, Nedap Velos geheten. Dit systeem is software georiënteerd en gebaseerd op het in de marktgroep Security Management ontwikkelde AEOS.

Melkveehouderij: Nedap Velos dient ook als basis voor toepassing in de melkveehouderij. Deze sector wordt gekenmerkt door een hoge automatiseringsgraad en een beperkt aantal aanbieders en leveranciers van automatiseringssystemen. Verlies van een klant, bijvoorbeeld door een overname, kan een ingrijpende invloed hebben op de opbrengstontwikkeling. Met Nedap Velos is het mogelijk om geleidelijk delen van bestaande, minder flexibele automatiseringssystemen te vervangen. Hierdoor wordt het

INVESTMENT CASE

eenvoudiger om partijen, die nog geen systemen van Nedap betrekken, over de streep te halen. Van groot belang hierbij is de wijze waarop systemen – via een dealernetwerk – in de markt worden gezet en op welke wijze hierover met de markt wordt gecommuniceerd.

Verhoging van de commerciële slagkracht, toegenomen aandacht voor de marketing in samenhang met vernieuwing van de productlijn maken dat Nedap haar positie in beide marktsegmenten verder kan uitbreiden. Fusies bij afnemers, politieke besluitvorming en/of dierziektes kunnen op korte termijn de opbrengstenontwikkeling evenwel beïnvloeden.

Begin 2007 is de uitlevering van het destijds nieuw ontwikkelde Velos systeem op gang gekomen, een automatiserings- en identificatiesysteem dat wordt ingezet voor zowel de varkens- als de melkveehouderij. Het systeem is door zijn flexibiliteit en schaalbaarheid geschikt voor zowel kleine als grote bedrijven. In diverse landen, waaronder Oekraïne, Spanje, de Verenigde Staten en Tsjechië zijn inmiddels systemen geleverd.

Marktontwikkeling en verkoopactiviteiten zijn geïntensiveerd en er is wereldwijd veel aandacht geschonken aan de commerciële en technische training van bestaande en nieuwe dealers. Tijdens de trainingen worden zij onder meer geschoold in achtergronden en voordelen van individuele voersystemen bij groepshuisvesting voor varkens.

Een belangrijke reden voor de melkveehouders om te investeren in Nedap's systemen betreft een nieuwe generatie activiteitsmeters, die een zeer betrouwbare voorspelling van de bronst mogelijk maken. Een optimaal bevruchtingsresultaat geeft een besparing op de inseminatiekosten.

In het topjaar 2008 lag de omzet van de klantgroep Agri ver boven het niveau van voorgaande jaren. Hoge melkprijzen zorgden ervoor dat, ondanks de stijging van voerprijzen, melkveehouders wereldwijd flink investeerden in uitbreiding van hun bedrijf en in automatisering. Melkrobots en goed geautomatiseerde conventionele melkstallen dragen bij aan arbeidsbesparing op het melkveehouderijbedrijf.

Na de introductie van het nieuwe managementsysteem Nedap Velos voor de zeugenhouderij – in 2007 in Europa – is in 2008 via nieuwe en bestaande distributiekanaalen wereldwijd de afzet vergroot en zijn tal van projecten in bedrijf gesteld. De toenemende welvaart, met name in Oost-Europa en in de Aziatische landen, leidde tot een groeiende vraag naar varkensvleesproducten en hiervoor noodzakelijke productiemiddelen. De intensivering van de marktbenadering, die rond 2005 is ingezet, wierp in 2008 zijn vruchten af. Buiten Europa zijn projecten in Rusland, China, Japan en Noord-Amerika gerealiseerd, variërend in omvang van 500 tot 5.000 zeugen per bedrijf.

De economische crisis en lage melk- en varkensprijzen resulteerden in 2009 in duidelijk minder investeringen in de sector. De opbrengsten van de marktgroep Agri daalden dan ook aanzienlijk ten opzichte van het topjaar 2008.

Ondanks de wereldwijd dalende vraag slaagde Nedap Agri erin haar marktposities in zowel de zeugen- als de melkveehouderij te behouden en in sommige gebieden zelfs uit te breiden. In West-Europa, voornamelijk Frankrijk, en in China won het Nedap Velos managementsysteem duidelijk terrein.

In het Midden-Oosten werden in 2009 succesvolle projecten gerealiseerd in de melkveehouderij, waarbij met Nedap-producten, zoals individuele identificatie, automatische bronsdetectie, melkmeting en het managementsysteem, meerdere bedrijven volledig zijn geautomatiseerd.

De omzet van Nedap in China is de afgelopen drie jaar snel toegenomen. Inmiddels zit er een team van lokale verkopers dat de markt bewerkt vanuit Shanghai. In 2010 wist Nedap Agri door te breken op de Chinese markt toen het een belangrijk contract binnenhaalde voor de levering van automatische voerstations voor zeugen. Afnemer was de Chinese Academie van Wetenschappen, een van de belangrijke onderzoeksinstituten van de Chinese regering. De afgelopen jaren heeft Nedap Agri al aan 37 Chinese boerderijen voerstations verkocht. Op 13 mei jl. heeft Nedap Agri een contract afgesloten met een van de top drie

INVESTMENT CASE

varkensvleesverwerkende bedrijven in China, Yurun. Het bedrijf wil het Nedap Velos systeem toe gaan passen in 60 van hun nieuw te bouwen zeugenhouderijen, die elk zo'n 2.400 zeugen gaan tellen. In totaal zullen bijna 150.000 zeugen van Yurun individueel gevoerd worden door Nedap Velos.

De veehouderij liet in 2010 een wisselend beeld zien. Na een moeizaam begin herstelde de melkprijs (zie grafiek hieronder) zich in de tweede helft van het jaar. Regionaal verschilden de vlees- en biggenprijzen gedurende het jaar sterk. In combinatie met terughoudendheid van banken bij het verlenen van krediet, resulteerde dit in een beperkte investeringsbereidheid in de sector in belangrijke afzetmarkten. Desondanks lieten de opbrengsten van de marktgroep Agri vanaf het tweede halfjaar 2010 een herstel zien en is uiteindelijk een duidelijke groei ten opzichte van 2009 gerealiseerd.

In 2011 vertonen de opbrengsten wederom een stijgende lijn. De melkprijzen lopen op, waardoor het vertrouwen in de toekomst bij melkveehouders weer toeneemt. In de landen en regio's waar deze sector financieel gezond is, leidt dit tot de aanschaf van nieuwe systemen. Ook binnen de varkenshouderij is sprake van een toenemende investeringsbereidheid. Met de uitbreiding van het productportfolio en het aantal distributiekkanalen, en met een versterkt verkoopteam, verwacht de marktgroep Agri in 2011 haar omzet verder te kunnen laten groeien. In de eerste zes maanden van 2011 werd vooral in de rundveehouderij een stevige opbrengstengroei gerealiseerd. Ondanks hogere voerkosten steeg hier het vertrouwen in de toekomst door betere melkprijzen. In de varkenshouderij was de situatie regionaal erg verschillend. In China was er een sterke stijging van de opbrengsten, in West-Europa was de situatie redelijk stabiel en de overige regio's bleven om diverse redenen achter.



Bron: LTO Nederland

INVESTMENT CASE

Power Supplies

In deze marktgroep zijn eigen producten onder het Nedap-merk ondergebracht, die zich toeleggen op elektronische besturingen gebaseerd op vermogenselektronica voor onder andere licht, kantoorautomatisering, medische scanapparatuur en autonome energiesystemen.



beheer uw opgewekte energie

- één systeem voor on- en off-grid toepassingen
- compatibel met alle PV-technologieën, incl. dunne film
- geïntegreerde laadregelaar
- noodstroom-functionaliteit
- plug-in internetverbinding

Bij Nedap weten ze wat vooruit kijken is. Stel je een wereld voor waarin particulieren hun eigen energie opwekken en in netwerken met anderen volledig in hun eigen energiebehoefte voorzien. Voor dit toekomstbeeld is intelligente technologie nodig en vanzelfsprekend visionairs die deze innovaties durven te initiëren. In 2009 won Nedap met de door haar ontwikkelde PowerRouter (zie foto hierboven) de prestigieuze Smart Grid Award. Een teken dat Nedap een belangrijke positie in deze ontwikkeling inneemt. De PowerRouter converteert wind- en/of zonne-energie in bruikbare energie om terug te leveren aan het net, op te slaan, te verbruiken of uit te wisselen. Afhankelijk van de beschikbaarheid van het net, de prijs van energie en de beschikbaarheid van alternatieve energiebronnen, kan de PowerRouter ongemerkt omschakelen naar de meest gunstige oplossing.

In de PowerRouter worden geheel nieuwe ideeën over het bewerken en verwerken van stroom toegepast. In 2010 is gebleken dat dit niet alleen voor technische uitdagingen zorgt. Ook het certificeren van de PowerRouter in de verschillende Europese landen heeft langer geduurd dan gepland. Pas in de tweede helft van het jaar kon echt worden begonnen met het uitleveren en installeren van de PowerRouters. In verschillende landen in Europa draaien nu de eerste PowerRouters en zijn de gebruikers tevreden over het rendement en de gebruiksmogelijkheden. De keuze om de PowerRouter standaard te voorzien van een internetaansluiting blijkt in de praktijk grote voordelen op te leveren. Gebruikers hebben voortdurend inzicht in de opbrengsten van het systeem en problemen met zonnepanelen, windturbines of het elektriciteitsnet zelf, worden direct gesignaleerd.

Ook op het commerciële vlak wordt goede vooruitgang geboekt. Met heldere verkoopargumenten die inspelen op landspecifieke wetgeving en subsidieregelingen, raken steeds meer partijen overtuigd van de voordelen van de PowerRouter. Met name in landen waar het eigen verbruik van de zelf opgewekte energie actief wordt gestimuleerd, mede om overbelasting van het bestaande elektriciteitsnetwerk te voorkomen, lijkt de PowerRouter grote voordelen te hebben qua rendement en installatiegemak. Per heden zijn er 44 business partners die de PowerRouter in hun assortiment hebben opgenomen. De in eerste instantie Europese uitrol heeft inmiddels met name in Nederland (14 partners) en Duitsland (11 partners) gestalte gekregen.

INVESTMENT CASE

“The greenest energy is the energy you don’t have to generate in the first place”. Een veelzeggende zin die bij Nedap Light Controls serieus wordt genomen. Deze marktgroep ontwikkelt en produceert intelligente, dimbare elektronische voorschakelapparatuur voor hoge druk gasontladinglampen. Deze doordachte technologieën maken het mogelijk enorme energiebesparingen te realiseren in industriële-, retail- en publieke omgevingen. De elektronica zorgt ervoor dat lampen langer meegaan, efficiënter functioneren en dat plekken enkel verlicht worden wanneer dit werkelijk nodig is. Naast deze innovaties ontwikkelt Light Controls assimilatieverlichting en Ultra Violet disinfectie- en ‘curing’ apparatuur.

In het marktgebied Verlichting is Nedap met eigen producten actief op een aantal deelgebieden. Naast activiteiten op het gebied van assimilatieverlichting in de tuinbouw en explosieveilige elektronische voorschakelapparaten voor de offshore en de petrochemische industrie, is Nedap wereldwijd marktleider in het leveren van voedingen voor UV-verlichting. Deze worden toegepast bij het desinfecteren van drink-, afval- en proceswater, maar ook voor het drogen van oplosmiddelvrije inkt, lakken en verf. In 2009 heeft de marktgroep de Nedap Luxon lamp driver lijn op de internationale markt geïntroduceerd. Deze voorschakelapparaten zijn geschikt voor lampen die worden toegepast in grote gebouwen, zoals hangars, expeditiehallen, vrieshuizen en winkelgebouwen. Met Nedap Luxon kunnen klanten profiteren van beter licht met een sterk gereduceerd energieverbruik, waarbij installatiekosten tot een minimum worden beperkt door het toepassen van draadloze communicatietechnologie. Aangezien het terugdringen van energieverbruik bij veel organisaties een hoge prioriteit heeft, mag de komende jaren op een forse groei in dit deel van de verlichtingsmarkt worden gerekend.

Specials

Sinds jaar en dag richt de marktgroep Specials zich op het ontwikkelen en leveren van klantspecifieke producten. Hieronder vallen met name elektronische besturingen voor schuifdaken in auto’s en toepassingen in de huiselijke omgeving, zoals elektronische besturingen voor trapliften en voor het openen van en sluiten van gordijnen. Daarnaast zijn er activiteiten rond aansluitmateriaal voor de telecomindustrie. In 2009 heeft het bestuur van Nedap besloten om niet langer te investeren in deze klantspecifieke toeleveranciersactiviteiten en deze de komende jaren gecontroleerd af te bouwen. De verklaring voor deze beslissing is dat de sterke toename van de concurrentie bij het op klantspecificatie ontwikkelen en produceren van elektronica heeft geleid tot een grote prijsdruk en afnemende resultaten. Daarom is, in het hart van de financiële crisis van 2009, besloten om alle kennis, kunde en middelen in te zetten voor het ontwikkelen en vermarkten van eindproducten onder de eigen Nedap-naam. Deze strategische beslissing markeert een belangrijke ommeswaai in het business model van Nedap. Ter illustratie dient navolgende tabel, waarin de ontwikkeling van het relatieve belang van de klassieke toeleveranciersfunctie wordt getoond.

Omzet (in € miljoen)	2010	2004
Eindgebruikersmarkt	123	78
Toeleveranciersmarkt	11	47
Groepsomzet	134	125

Over het eerste halfjaar van 2010 maakten de benedengemiddeld renderende toeleveranciersactiviteiten ongeveer 15% van de groepsopbrengsten uit. Dit percentage was over de eerste zes maanden van 2011 gedaald naar 8%. Wij gaan ervan uit dat deze niet-kernactiviteiten vanaf 2013 niet langer van invloed zullen zijn op het business model van Nedap.

De consequentie is dat de operationele en netto marges de komende jaren een verdere stijging zullen tonen.

INVESTMENT CASE

AVI

Nedap Vehicle Identification (AVI) ontwikkelt en produceert lange afstand lezers voor het herkennen van mensen, voertuigen en bestuurders tot op een afstand van 10 meter en bij een snelheid van 220 kilometer per uur. Een bijzondere technologie die wordt gebruikt voor het verlenen van 'handsfree' toegang tot parkeergarages, beveiligde en afgesloten ruimten. Het verlenen van stadstoegang voor bussen, taxi's, vrachtwagens en nooddiensten wordt aangestuurd door de producten van Nedap AVI. Daarnaast behoort tracking & tracing van treinen, het meten van de bezettingsgraad in tunnels en complete dataverzameling van het rijgedrag van bussen en buschauffeurs tot de expertise van deze marktgroep.

De marktgroep AVI – Automatische voertuigenidentificatie – laat al vele jaren een structurele groei zien. Er is een gestaag groeiende vraag naar toepassingen van automatische voertuigenidentificatie, waarbij de herkenning vanuit oogpunt van security een belangrijk en groeiend onderdeel vormt. Veelal betreft het toepassingen op het gebied van toegangscontrole voor bedrijfsterreinen, luchthavens, militaire installaties en zogenaamde 'gated communities' – beveiligde wijken in steden. Mede door de continue uitbreiding van het aantal dealers tot een wereldwijd netwerk, lieten de opbrengsten in 2006 een zeer bevredigende stijging zien. Het product TRANSIT vormt dan de hoofdmoot van de opbrengsten. In 2007 wordt er een pas op de plaats gemaakt. Inspanningen op het gebied van conceptontwikkeling voor stadstoegang resulteerden in een integrale oplossing om verkeersstromen in binnensteden te reguleren. Door middel van selectieve toegang van voertuigen op een veilige en gebruiksvriendelijke manier wordt de leefbaarheid en economische aantrekkelijkheid van de binnenstad verbeterd. Daarnaast werd een draadloze sensor voor de detectie van voertuigen op parkeerplaatsen ontwikkeld. Hiermee kan inzicht worden verkregen in de bezettingsgraad van en verblijfsduur in parkeergarages e.d. In 2008 liet AVI een sterke groei zien, welke in 2009 werd gevolgd door een bescheiden daling. Met name in de tweede helft van 2009 ondervond Nedap AVI de negatieve gevolgen van de slechte economische situatie in diverse Europese landen. In andere continenten groeiden de opbrengsten echter wel, of stabiliseerden zich.

In 2010 had AVI duidelijk last van de wereldwijd teruggelopen bouwactiviteiten. Minder projecten hebben ertoe geleid dat de opbrengsten vorig jaar dan ook licht zijn gedaald. Belangrijkste uitdaging voor de marktgroep is het laten groeien van het aantal projecten waar 'long range vehicle identification' wordt toegepast. Hierbij gaat het om de identificatie van voertuig en/of bestuurder op afstanden tot tien meter waarmee hele nieuwe vormen van beheersing en beveiliging mogelijk worden. Onbekendheid met de mogelijkheden van Nedap's producten en de hoge prijs-perceptie bij de klant zorgen ervoor dat 'long range vehicle identification' nog steeds niet standaard wordt meegenomen bij nieuwe beveiligingsprojecten. Zeker met de nieuwe UHF-reader, uPass Reach genaamd, beschikt AVI nu over een breed en aantrekkelijk geprijsd assortiment 'long range reader' producten, geschikt voor de meest uiteenlopende toepassingsgebieden. In de tweede helft van 2010 is gestart met de ontwikkeling van nieuwe marketingmaterialen, specifiek gericht op het vergroten van de bekendheid met de mogelijkheden van deze producten. Nedap verwacht in de loop van dit jaar de vruchten hiervan te kunnen plukken.

In 2010 is het aantal Nederlandse gemeenten dat gebruik maakt van de systemen voor stadstoegangsverlening verder gegroeid. Momenteel maken ruim 30 gemeenten dagelijks gebruik van Nedap's technologie om binnensteden voetgangersvriendelijk te maken zonder de economische bedrijvigheid aan te tasten. Op basis van de kracht van Nedap's Vehicle Management Controller zijn ook andere diensten ontwikkeld en toegepast. Nedap biedt nu een steeds breder palet aan oplossingen voor mobiliteitsvraagstukken van gemeenten, zoals het dynamisch berekenen van verwachte reistijden op de verschillende routes door een stad en het handhaven van milieuzones. In 2011 wordt een begin gemaakt om buitenlandse markten voor de Vehicle Management Controller te ontsluiten. De marktgroep Nedap AVI heeft kantoren in Nederland, Italië, de Verenigde Staten, het Midden Oosten en Singapore. Daarnaast zijn HID Global, Legic, EM Microelectronics en NXP (Mifare) de technologiepartners van Nedap AVI.

INVESTMENT CASE

Nedap verwacht dat met het verdere herstel van de wereldwijde economie de groei van het aantal projecten waar automatische voertuig identificatie wordt toegepast weer zal stijgen. Gezien dit verwachte herstel, de grotere aandacht voor marketing en de toegenomen kracht van het productportfolio rekent de marktgroep AVI voor 2011 weer op omzetgroei. In de eerste zes maanden van 2011 werd deze prognose bewaarheid, zij het dat door bezuinigingen bij overheden de aankoopbeslissingen voor stadstoegangssystemen vertraging opliepen.

Healthcare

Het zorgregistratiesysteem ONS van Nedap Healthcare ondersteunt het gehele zorgproces voor de langdurige zorg. Dagelijks werken er zo'n 50.000 verple(e)g(st)ers in Nederland met ONS. De relatie tussen de cliënt en de zorgmedewerker staat weer centraal, want de administratie wordt met het super gebruiksvriendelijke ONS geregeld: registreren, plannen, rapporteren en zorgplannen opstellen kan heel eenvoudig. De helft van de Nederlandse AWBZ geldpot wordt momenteel gedeclareerd via ONS. Dit alles maakt Nedap Healthcare marktleider in de Nederlandse zorgsector.



Sinds eind 2005 is Nedap actief in de Nederlandse thuiszorg voor de registratie van medewerkers van thuiszorgorganisaties. Daartoe werden de thuiszorgmedewerkers 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.

In de afgelopen jaren is het assortiment van de marktgroep Healthcare sterk uitgebreid. Naast zorgregistratie biedt Nedap nu ook oplossingen voor de planning van medewerkers, het afhandelen van het berichtenverkeer naar instanties, het elektronisch cliëntendossier en het ontsluiten van informatie voor cliënten en medewerkers. In 2010 zijn deze losse applicaties geïntegreerd in één samenhangende oplossing. Met de introductie van het platform ONS (zie foto hierboven) biedt Nedap Healthcare nu één systeem waarmee de hele logistiek en administratie van het zorgproces wordt ondersteund. Dit biedt zorginstellingen de kans om volledig over te stappen op ONS en afscheid te nemen van de lappendeken aan andere applicaties die ter ondersteuning van het zorgproces werd ingezet. Naast een sterke kostenbesparing biedt ONS meer inzicht in de dagelijkse gang van zaken en daarmee waardevolle

managementinformatie. De eerste grote zorgorganisaties hebben met ingang van 2011 de overstap naar ONS met succes gemaakt.

Op basis van technologie, eerder ontwikkeld voor de zorgmarkt, heeft de marktgroep Healthcare met "PEP" een oplossing ontwikkeld voor de werkurenbriefjesproblematiek in de uitzendbranche. Met een krachtige combinatie van hard- en software

INVESTMENT CASE

worden uitzendbureaus van administratieve rompslomp verlost, met als gevolg een sterke verlaging van de administratieve kosten. De voortdurende aandacht voor het gebruiksgemak van het systeem zorgt voor hoge waarderingen bij zowel uitzendorganisaties als hun klanten. “PEP” werd aan het einde van 2010 al bij ruim 2.000 bedrijven ingezet en het aantal verwerkte ‘werkurenbriefjes’ is dan ook hard gegroeid. In 2010 zijn de eerste voorzichtige stappen in het buitenland gezet. Uit de eerste projecten in Duitsland, België en Frankrijk is gebleken dat er voor “PEP” aantrekkelijke groeimogelijkheden in het buitenland zijn.

Door voortdurende aandacht voor productvernieuwing en marketing is de marktpositie van Nedap Healthcare verder versterkt en is de voorsprong ten opzichte van de concurrentie vergroot. Met de uitbreiding van het werkgebied van thuiszorg naar verzorgings- en verpleeghuizen en de geestelijke gezondheidszorg ziet de marktgroep voor 2011 goede groeimogelijkheden in de Nederlandse zorgmarkt. De activiteiten met “PEP” in de uitzendbranche bieden eveneens uitstekende vooruitzichten. In de eerste zes maanden van 2011 realiseerde de marktgroep wederom een sterke opbrengstengroei.

Het bedrijfsmodel van Healthcare wordt gekarakteriseerd door opbrengsten uit abonnementen die, anders dan de meeste Nedap-activiteiten, als diensten worden verantwoord in de jaarrekening. De sterke groei van Healthcare – de enige marktgroep die niet werd geconfronteerd met een omzetsdaling in de recessie van 2008-2010 – wordt onderstreept door de trendmatige opbrengstentoeename van het segment Diensten in de laatste drie jaar (bedragen in € miljoen):

	Producten, systemen en installaties	%-groei	Diensten	%-groei
2010	120,8	+14%	12,8	+38%
2009	105,9	-22%	9,3	+30%
2008	135,8		7,1	

NB: Behalve de opbrengsten uit de marktgroep Healthcare vallen ook de onderhoudscontracten uit de marktgroepen Security Management en Retail binnen de categorie Diensten.

Library Solutions

De wereld van bibliotheken verandert snel door de opkomst van nieuwe technologieën en diensten. Om ervoor te zorgen dat bibliotheken in het huidige informatietijdperk van belang blijven, heeft Nedap met Librix tot doel om bibliotheken op innovatieve wijze te ondersteunen. Nedap Librix levert een pakket bouwstenen waarmee bibliotheken efficiënt en doeltreffend hun werk kunnen doen. Van beveiligingspoortjes tot intelligente boekenkasten en uitleenapparatuur: de producten van Nedap Librix bieden innovaties in de interactie met de klant en leveren praktische oplossingen die niet complex zijn.

In 2010 heeft de marktgroep Library Solutions (RFID zelfbedieningssysteem voor bibliotheken), ondanks een voor het marktsegment karakteristieke hevige prijsconcurrentie, een opbrengstengroei weten te realiseren. De sterk toegenomen concurrentie zorgt voor grote verschuivingen in de markt. Verschillende partijen hebben al besloten om zich uit deze markt terug te trekken en hebben hun activiteiten verkocht. Investerings in productvernieuwing worden nauwelijks meer gedaan. Nedap beschouwt deze marktsanering als een goed moment om haar marktpositie te versterken en verder internationaal te expanderen. De introductie van Nedap Librix is daarbij een belangrijke stap. Deze geheel nieuwe productlijn biedt de essentiële bouwstenen waarmee eenvoudig en snel klantspecifieke oplossingen voor bibliotheken kunnen worden samengesteld. Door standaardcomponenten, zoals RFID-readers, intelligente boekenkasten en uitleenstations, slim te combineren, kunnen business partners snel inspelen op vragen uit de markt.

INVESTMENT CASE

Librix Online vormt een belangrijk onderdeel van Nedap's nieuwe productstrategie. Met dit online softwareplatform worden alle geïnstalleerde Nedap-producten in de verschillende bibliotheken op een centraal punt ontsloten. Storingen worden zo razendsnel opgemerkt en zoveel mogelijk op afstand opgelost. Nieuwe softwarefunctionaliteit kan eveneens eenvoudig over meerdere bibliotheken worden verspreid. Nedap's business partners kunnen zo tegen lagere kosten een betere service aan de bibliotheken bieden. Daarnaast biedt Librix Online bibliotheken een schat aan nieuwe informatie. Inzicht in aantallen bezoekers en het gebruik van de apparatuur stellen de bibliotheek nu in staat om haar aanbod beter aan te passen aan de vragen van het publiek. De introductie van Nedap Librix wordt ondersteund met een breed pakket aan nieuwe marketingmaterialen. Hiermee wordt, behalve aan de eigen verkoopactiviteiten, ook aan die van de business partners een belangrijke impuls gegeven. Bovendien lukt het steeds beter om voormalige concurrenten te veranderen in loyale business partners, zoals wordt geïllustreerd met de uitbreiding van het partnernetwerk in onder andere Scandinavië, Engeland, Turkije, Rusland en het Midden-Oosten. Met Nedap Librix beschikt de marktgroep als enige partij in de bibliothekenmarkt over een volledig pakket aan producten die speciaal zijn ontwikkeld voor bibliotheken. Het winnen van de aanbesteding van de stad Hannover, het grootste bibliotheekproject in Duitsland in 2010, en een verdere versteviging van Nedap's positie van marktleider in Nederland en België, zijn belangrijke bevestigingen dat de marktgroep op de juiste weg is.

Ondanks de bezuinigingen bij de verschillende overheden verwacht Nedap dat het aantal automatiseringsprojecten bij bibliotheken wereldwijd verder zal toenemen. Met Nedap Librix is de concurrentiepositie sterk verbeterd en is een uitrol naar andere landen snel mogelijk. Er wordt dan ook uitgegaan van een verdere groei van Library Solutions in de komende jaren. De eerste zes maanden van 2011 ondervond de marktgroep echter de negatieve gevolgen van overheidsbezuinigingen in een aantal landen: minder aanvragen, verlengde beslissingstrajecten en verschuivende budgetten. De groep is intensief bezig haar marktgebied verder uit te breiden naar onder andere Scandinavië, Oost-Europa en het Midden-Oosten.

Inventi

In 2006 besloot Nedap, na een aantal teleurstellende ervaringen op het gebied van uitbesteding, de productie-activiteiten weer in eigen beheer te nemen. Hiertoe werd dochteronderneming Inventi te Neede opgericht. Uitgangspunt daarbij was het kunnen concurreren met de zogenaamde "lagelonenlanden". In 2010 is de overdracht van de seriematige productieactiviteiten door Nedap aan Inventi vrijwel geheel voltooid. Inventi is volledig ingericht op het vervaardigen van grotere series uitontwikkelde producten. Binnen Inventi wordt gewerkt met een kleine vaste kern van Nedap-medewerkers (25 fte's), in combinatie met een grote schil van flexwerkers (nu: 180). Deze manier van werken maakt het mogelijk om ook in Nederland nog op een concurrerende wijze elektronica te produceren.

De concentratie van de seriematige elektronica-productie binnen Inventi heeft veel voordelen. Investerings in systemen die de kwaliteit van processen verbeteren, leveren meer op. Het bundelen van de inkoop van componenten zorgt voor meer inkoopkracht en daardoor betere condities. Bovendien is er een trend zichtbaar dat de bundeling van kennis en ervaring op één locatie voortdurend leidt tot kleine aanpassingen van productieprocessen met verbeterde kwaliteit en/of kostprijs tot gevolg.

Het management van Nedap is ervan overtuigd dat het behoud van de regie van de eigen productie een belangrijk strategisch voordeel biedt. Met de wijze waarop de productieprocessen nu zijn georganiseerd, blijft de mogelijkheid bestaan om snel te reageren op marktmogelijkheden, terwijl tegelijkertijd tegen scherpe tarieven kan worden geproduceerd.

In 2010 realiseerde Inventi de interne rendementseis nog niet. De verhuizing van de elektronica-fabricage naar Neede ging gepaard met veel extra inspanningen. Bovendien was vorig jaar wederom de tijdige beschikbaarheid van elektronische componenten een groot probleem. Naast een prijsopdrijvend effect hadden de onvoorspelbare levertijden van deze onderdelen een groot verstrend effect op de productieprocessen. Dit alles leidde ertoe dat nog niet het gewenste kostenniveau werd bereikt.

INVESTMENT CASE

Het management verwacht dat door een focus op het verlagen van de productiekosten, het optimaliseren van de logistiek en het verbeteren van de inkoopcondities in 2011 de kostendoelstellingen op dit gebied zullen worden gerealiseerd.

Election systems

Wie in Nederland naar de naam Nedap vraagt, krijgt in negen van de tien gevallen als antwoord: "Dat is toch die onderneming van de stemmachines?". Inderdaad, al meer dan veertig jaar is Nedap een toonaangevende speler op dit gebied en mag het zich marktleider in verkiezingssystemen in Europa noemen. Als absoluut hoogtepunt uit het recente verleden kan de Ierse order voor 7.000 stemmachines uit 2004 ter waarde van € 33 miljoen worden genoemd. Echter, de markt voor stemmachines is de laatste jaren structureel veranderd. Zoals bekend is het in Nederland sinds 2008 verboden met behulp van stemmachines verkiezingen te organiseren. In die landen waar nog wel wordt geïnvesteerd in stemmachines is het karakter van het aanschafproces sterk veranderd. Voorheen werden stemmachines op gemeentelijk niveau aangeschaft, waar de operationele voordelen ook het meest zichtbaar zijn. Nu worden aankoopbeslissingen voor stemmachines via grootschalige aanbestedingsprocedures eenmalig en op centraal overheidsniveau genomen. Het onderscheidende vermogen van Nedap's oplossing is niet langer doorslaggevend bij de besluitvorming rond de aankoop. Dit zorgt voor een nieuwe marktdynamiek en vergt een heel andere marktbenadering van de marktgroep. Deze alles-of-niets benadering per land maakt deze markt momenteel feitelijk onaantrekkelijk voor Nedap. In 2010 bleef de omzet van de marktgroep al zeer beperkt. Voor 2011 worden voor Election Systems geen opbrengsten verwacht. Wel worden de ontwikkelingen op het gebied van stemmachines op de voet gevolgd. Zodra zich weer aantrekkelijke marktmogelijkheden voordoen, kan de marktgroep snel nieuwe activiteiten ontplooiën.

Track record

(bedragen in € miljoen)

Jaar	Omzet	Bedrijfsresultaat	Marge (%)	Winst	Marge (%)
2001	113,4	11,8	10,4	7,6	6,7
2002	116,9	13,7	11,7	9,0	7,7
2003	123,9	16,4	13,3	10,9	8,8
2004	124,4	16,8	13,5	11,4	9,1
2005	121,4	13,0	10,7	8,7	7,1
2006	138,5	17,5	12,6	12,4	9,0
2007	145,8	19,9	13,6	14,3	9,8
2008	143,0	19,4	13,6	13,9	9,7
2009	115,2	2,0	1,7	1,1	1,0
2010	133,6	10,6	8,0	8,8	6,6
2011tax	148,5	13,7	9,2	10,7	7,2

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

- **De periode 2001 – 2008**

Gedurende deze opgaande economische cyclus wist Nedap een gemiddelde autonome jaarlijkse opbrengstengroei van 3,4% te realiseren, terwijl de brutomarge een stijging vertoonde van 10,4% naar 13,6% en de nettomarge van 6,7% 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

INVESTMENT CASE

stemmachines ter waarde van € 33 miljoen. Omdat in 2005 geen omzet uit stemmachines werd gerealiseerd, moest over dit jaar eenmalig een omzet- en resultaatruggang worden gerapporteerd.

De periode 2008 – 2010

Nedap werd hard geraakt in 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 Inventi. 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 2010 en verder

Nedap blijkt sterk uit de recessie te komen. 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. Naar onze verwachting zal reeds dit jaar een recordomzet worden gerealiseerd bij een brutomarge die weliswaar verder herstelt vanaf het lage niveau van 2010, maar nog niet terug is op het recordniveau van 2007-2008.

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 aan de toeleveranciersmarkt. In deze markt is 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 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. Over 2010 maakten de toeleveranciersactiviteiten nog 8% van de totale opbrengsten uit. Naar onze verwachting zullen deze laag renderende activiteiten vanaf 2013 geheel zijn verdwenen. Wanneer het track record van Nedap wordt gecorrigeerd voor de toeleveranciersomzet en –bedrijfsresultaatbijdrage ontstaat een meer genuanceerd beeld van het opbrengsten- en winstmomentum. Ofschoon concrete informatie ontbreekt, kan worden vastgesteld dat de opbrengsten uit eindproducten in 2004 op € 77,6 miljoen uitkwamen en in 2010 circa € 118,8 miljoen bedroegen. Hieruit volgt een gemiddelde jaarlijkse toename van 7,4% waarin bovendien de zware recessie van 2008 – 2010 is begrepen. Het lijkt, gezien de gerichte focus van het management, zeker tot de mogelijkheden te behoren de jaarlijkse groei van de opbrengsten in de toekomst te laten groeien met gemiddeld 10-12%.

Cashflow overzicht

(bedragen in € miljoen)

NEDAP	Netto Winst	Afschrijvingen	Cashflow (I)	Investerings (II)	II/I (%)
2004	11,4	6,3	17,6	13,2	75
2005	8,7	6,3	14,9	8,1	54
2006	12,4	7,3	19,7	8,2	42
2007	14,3	6,9	21,2	10,5	50
2008	13,9	9,5	23,3	9,4	40
2009	1,1	7,6	8,7	8,1	93
2010	8,8	7,9	16,6	9,0	54

INVESTMENT CASE

De onderneming 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 tegenover staan. De geactiveerde ontwikkelingskosten worden voornamelijk afgeschreven op basis van verkochte eenheden. In 2010 werd voor ruim € 1,0 miljoen afgeschreven op ontwikkelingskosten. Het restant van de afschrijvingen betreft de reguliere jaarlijkse afschrijving op bedrijfsgebouwen (3-10%), machines en installaties (7-18%) en andere vaste bedrijfsmiddelen (20%).

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.

Balans

Per 31 december 2010 was de balansstructuur als volgt (bedragen in € miljoen):

Vaste activa			Eigen Vermogen		
*	Materiële activa	42,9	*	Eigen Vermogen	53,3
*	Immateriële activa	7,9	*	Minderheidsbelang	0,2
*	Overige	6,1	Korte Schuld		
Vlottende activa			*	Bankschuld	15,6
*	Voorraden	21,6	*	Overige korte schuld	21,3
*	Vorderingen	30,0	Lange Schuld		
*	Liquide middelen	4,4	*	Leningen	17,0
			*	Derivaten	0,5
			*	Personeelsbeloningen	1,6
			*	Latente belasting	3,4
Totaal		112,9			112,9

- De totale aanschafwaarde van de materiële activa bedraagt € 120,9 miljoen, waarvan circa 32% betrekking heeft op Bedrijfsgebouwen en terreinen en ruim 42% op Andere vaste bedrijfsmiddelen, waaronder zijn begrepen: matrijzen, stempels, meet- en testapparatuur, inventaris, computersystemen en transportmiddelen. De materiële vaste activa zijn verzekerd tegen nieuwwaarde. Er is aan de bank het recht verleend voor een bedrag van € 20,3 miljoen op onroerende zaken. De totale oppervlakte van de terreinen bedraagt 59.000 m², waarvan nog circa 5.000 m² (= 8,5%) kan worden bebouwd.
- De immateriële activa betreffen in hoofdzaak ontwikkelingskosten.
- Onder overige vaste activa ressorteren een 49,7% deelneming in Nedap France, een uitgestelde belastingvordering ten bedrage van € 0,5 miljoen, alsmede een overschot in het Nedap pensioenfonds ten bedrage van € 3,1 miljoen.
- De voorraden hadden voor € 10,4 miljoen betrekking op Grondstoffen en onderdelen, voor € 1,7 miljoen op Producten in bewerking en voor € 9,5 miljoen op eindproducten.

INVESTMENT CASE

- De gemiddelde krediettermijn voor handelsdebiteuren bedroeg in 2010 zeven weken (2009: acht weken). Nedap heeft haar vorderingen zoveel mogelijk kredietverzekerd. Het uitkeringspercentage is 85%.
- De liquide middelen zijn direct opvraagbaar.
- Door de toename van activiteiten in 2010 stegen de vlottende activa met € 10,3 miljoen ten opzichte van ultimo 2009. Bij de toename van de voorraden ad € 2,9 miljoen speelden ook mee het nieuwe beleid om meer eindproducten op voorraad te leggen en de componentenschaarste op de wereldmarkt.
- Als gevolg van het vorenstaande daalde de solvabiliteit in de periode 2009 – 2010 van 44,2% naar 39,5%. De langlopende verplichtingen bleven nagenoeg gelijk. De kortlopende verplichtingen stegen als gevolg van de hogere voorraden en vorderingen met € 3,3 miljoen.
- De Lange schuld wordt gedomineerd door een Standby Roll-Over lening ter grootte van € 14 miljoen, met een rentepercentage van Euribor +1,35%, welke medio 2012 expireert. Deze leningovereenkomst bevat geen convenanten.
- Het risico van rentefluctuaties is voor een deel van de leningen, ad € 12,2 miljoen, afgedekt door middel van Interest Rate Swaps (IRS). De IRS worden gewaardeerd tegen reële waarde. De waardemutaties worden als netto financieringslasten in de winst- en verliesrekening verwerkt. Ultimo 2010 bedroeg de gewogen gemiddelde looptijd van de derivaten twee jaar. Het gewogen gemiddelde effectieve rentepercentage bedroeg 4,0%.
- De post Personeelsbeloningen betreft een voorziening voor VUT-aanspraken.
- Per medio 2011 is de balans verlengd tot een bedrag van € 122,9 miljoen, een toename van 8,8% in vergelijking met de stand per eind 2010. De voornaamste wijziging betreft een toename van de voorraden van € 21,6 miljoen naar € 28,3 miljoen (+31%), welke is gefinancierd door een uitbreiding van het rekening-courant krediet. De stijging van de voorraden werd onder andere veroorzaakt door toename van het onderhanden werk, schaarste aan componenten op de wereldmarkt en enige seizoensinvloed door extra inkopen wegens vakantiesluitingen van fabrieken van toeleveranciers. Om sneller en efficiënter te kunnen leveren speelde daarnaast een bewuste keuze om tijdelijk hogere voorraden aan te houden op meer locaties in de wereld. Als gevolg hiervan daalde de solvabiliteit naar 38,3% (ultimo 2010: 39,5%), waarmee de balansstructuur van Nedap als onveranderd krachtig kan worden gekwalificeerd.

Management

De tweehoofdige directie van Nedap bestaat uit de heren R.M. Wegman (44) en G.J.M. Ezendam (58). Ruben Wegman is sinds 1997 werkzaam bij Nedap, aanvankelijk als manager van de marktgroep Security Management en aansluitend als manager van de Agri-divisie. Voordien was Wegman gedurende zeven jaar werkzaam voor Shell Nederland. Sinds 2008 voert Wegman de directie van Nedap, aanvankelijk met Willem Badenhop. Beiden volgden destijds Ton Westendorp op, die 25 jaar leiding heeft gegeven aan de onderneming. Badenhop vertrok na een dienstverband van 20 jaar in 2009 en werd opgevolgd door Gerard Ezendam die sinds 1986 bij Nedap werkzaam is als controller.

De directie geeft tezamen met de 15 managers van de 12 marktgroepen leiding aan de onderneming.

De Raad van Commissarissen bestaat uit:

- de heer Ir A. van der Velden (70), voorzitter, oud-executive director Corus
- mevrouw prof. dr J.P. Bahlmann (60), vice-voorzitter, voorzitter van het Commissariaat voor de Media
- mevrouw drs D.W.J. Theyse (42), Executive Director Kempen & Co Corporate Finance
- de heer Ir M.C. Westerman (58), zelfstandig adviseur en ondernemer

INVESTMENT CASE

Grotaandeelhouders

Per 31 december 2010 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 de 5%:

*	Cross Options Beheer	15,11%
*	Delta Lloyd Deelnemingen Fonds	13,45%
*	Aviva plc	10,41%
*	ASR Nederland	8,20%
*	Kempen Oranje Participaties	7,11%
*	Darlin	5,19%
*	TKH Group	5,06%
	Subtotaal	64,53%
*	Add Value Fund	2,65%
*	Stichting Medewerkersparticipatie Nedap	0,22%
	Totaal	67,40%

De free float van de aandelen bedraagt ruim 32%. De gemiddelde dagomzet in aandelen Nedap over de laatste 200 beursdagen op de beurs van NYSE Euronext Amsterdam bedroeg ruim 3.100 stuks.

Analyse halfjaarcijfers

In € mln	2010 II	2010 I	2009 II	2009 I	2008 II	2008 I	2007 II	2007 I
Opbrengsten	72,4	61,1	59,7	55,4	71,6	71,3	73,4	72,4
Bedrijfslasten	65,1	57,8	59,1	54,1	60,4	63,1	62,2	63,7
Bedrijfswinst	7,3	3,3	0,6	1,3	11,2	8,2	11,1	8,7
Rentelasten	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	-0,4	-0,6	-0,5
Winsttaandeel	0,4	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,5	0,3
Pretax winst	7,4	3,0	0,5	0,8	10,6	8,0	11,0	8,5
Tax	1,7	0,0	0,0	0,2	2,7	2,0	3,0	2,2
Nettowinst	5,8	3,0	0,5	0,6	7,9	6,0	8,0	6,3
WPA	0,86	0,44	0,07	0,09	1,17	0,89	1,18	0,94

- Het ondernemende en projectmatige karakter van Nedap houdt in dat de opbrengstenontwikkeling jaarlijks niet altijd gelijkmatig is. Door de procentueel hoge toegevoegde waarde van de opbrengsten (opbrengsten minus materiaalkosten) zullen opbrengstenschommelingen meer dan evenredige procentuele afwijkingen op het resultaat genereren. Dit fenomeen was met name zichtbaar in 2009 en de eerste helft van 2010. Het krachtige herstel van de opbrengsten in de tweede helft van 2010 (+21% ten opzichte van de tweede helft van 2009) bewerkstelligde dienovereenkomstig een fors herstel van de bedrijfs- en nettowinst.

INVESTMENT CASE

- In normale economische tijden voorziet het business model erin dat een marge (= bedrijfswinst/opbrengsten) van tenminste 10% wordt gerealiseerd. Over de tweede helft van 2010 is deze marge weer gehaald. Het ziet ernaar uit dat Nedap de grootste impact van de financiële crisis daarmee heeft overwonnen.
- Van de opbrengsten werd in 2010 ruim 9,5% in de vorm van diensten geleverd en de resterende 90,5% uit producten, systemen en installaties. Het is aannemelijk dat het percentage diensten de komende jaren geleidelijk verder zal stijgen.
- De spreiding van de opbrengsten over de verschillende geografische afzetgebieden was vorig jaar als volgt:

-	Nederland	44%
-	Duitsland	14%
-	Overig Europa	31%
-	Noord-Amerika	7%
-	Overige landen	<u>4%</u>
		100%

- Uit vergelijking met de opbrengstenspreiding uit vorige jaren blijkt een geleidelijke verdere internationalisering. In 2010 werden recordopbrengsten genoteerd voor Noord-Amerika en de overige landen. Daarnaast was de nominale opbrengstenstijging in Overig Europa in 2010 (+22% ten opzichte van 2009) het sterkst van alle gebieden, hetgeen net niet leidde tot een overtreffing van het record van 2007.
- Er zijn geen afnemers met een omzet hoger dan 10% van de totale opbrengsten.
- Materiaalkosten waren in 2010 goed voor circa 36% van de totale bedrijfslasten. Dit percentage kan per jaar behoorlijk fluctueren (2007: 43%, 2009: 32%). Personeelskosten (salarissen en sociale lasten) vergden in 2010 circa eenderde van de totale bedrijfslasten, terwijl Uitbesteding en overige externe kosten circa 28% voor hun rekening namen. Met het geleidelijk stijgende opleidingsniveau van de werknemers van Nedap neigt de salarissencomponent de laatste jaren enigszins te stijgen. Met ingang van 1 april jl. is volgens de Nedap CAO in principe een salarisverhoging van 2% overeengekomen. Daarnaast hanteert Nedap een winstdelingsregeling, waarbij aan de medewerkers jaarlijks in totaal 6,5% van de winst vóór belastingen van de moederverenootschap (dus exclusief deelneming) wordt toegekend.
- Nedap besteedde in 2010 ruim € 12,8 miljoen aan kosten voor onderzoek en ontwikkeling. Dit komt overeen met 9,6% van de vorig jaar gerealiseerde opbrengsten en was een record in de historie van de onderneming. De cash out bleef beperkt tot € 9,7 miljoen, onder andere doordat een bedrag van € 2,9 miljoen werd geactiveerd en een bedrag van € 1,6 miljoen aan subsidies werd ontvangen. Nedap staat elk jaar in de top-20 van Nederlandse bedrijven die het meest uitgeven aan onderzoek en ontwikkeling. Daarbij zijn er goede contacten met universiteiten.
- De bedrijfswinst van het boekjaar 2009 werd gedrukt door een reorganisatielast van € 4,7 miljoen, welke betrekking had op de overdracht van een groot deel van de productiefaciliteit van Groenlo naar Neede (Inventi) en in hoofdzaak ontslagvergoedingen betroffen.
- Het winstaandeel heeft betrekking op het aandeel in het resultaat van Nedap France S.A.S. te Eragny sur Oise (49,7%). Nedap France realiseerde in 2010 opbrengsten ter grootte van € 19,8 miljoen (2009: € 15,4 miljoen) en boekte een winst na belastingen van € 1,2 miljoen (2009: € 0,75 miljoen).
- De belastingdruk kwam in 2010 uit op 17,0% (2009: 17,7%). Door gebruik te maken van de voordelen van de innovatiebox ligt het effectieve belastingdrukpercentage ruim onder het reguliere tarief van de Nederlandse vennootschapsbelasting van 25,5%.

INVESTMENT CASE

- Ratio track record.

Jaar	Return On Equity (ROE) (%)	Solvabiliteit (%)	Toegevoegde waarde per medewerker (x € 1000)
2002	22,4	48,4	120
2003	25,8	46,1	128
2004	29,1	40,7	130
2005	21,2	42,9	124
2006	30,0	40,6	141
2007	33,5	41,7	146
2008	31,6	42,6	148
2009	2,5	44,2	121
2010	19,7	39,5	143
2011tax	23,0	39,0	150

Onder normale economische marktomstandigheden weet Nedap uiterst lucratieve rendementen op het geïnvesteerde vermogen te genereren onder instandhouding van een solide balansstructuur met een gewenste solvabiliteitsratio van circa 45%. Slechts in crisisjaar 2009 werd een ondermaats rendement overlegd, zij het dat in dit jaar de solvabiliteit niet ter discussie kwam te staan en de onderneming onbelemmerd kon doorinvesteren in haar *life line*: ontwikkeling en marketing van de eigen Nedap-producten. Het handhaven van de gewenste solvabiliteit is recent lastig gebleken. Door het weer aantrekken van de activiteiten is het gebruik van werkkapitaal navenant toegenomen, terwijl de wens om een strategische voorraad van enkele eindproducten aan te houden in combinatie met de componentenschaarste op de wereldmarkt eveneens druk op de solvabiliteit legde.

De verhoudingsgewijs lage solvabiliteit heeft consequenties voor het dividendbeleid, dat door Nedap als een afgeleide van het solvabiliteitsbeleid wordt beschouwd. In jaren van een toereikend geachte solvabiliteit (lees: > 40%) wordt tot een maximum van 90% van de nettowinst als contant dividend uitgekeerd. Indien de solvabiliteit < 40% is, wordt een lager uitkeringspercentage toegepast. Over 2010 is de pay out vastgesteld op 75%.

De ontwikkeling van de toegevoegde waarde per medewerker wordt door het management als een belangrijke maatstaf voor het succes van Nedap beschouwd, zoals blijkt uit de volgende passage in het jongste jaarverslag: *“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 toegevoegde waarde (opbrengsten minus materiaal) en toegevoegde waarde per medewerker zijn daarom belangrijke aandachtspunten.”*

Omdat Nedap in haar product- en margemix geleidelijk opschuift van fysieke diensten naar softwarediensten met 100% bruto marge, is een verdere verhoging van de toegevoegde waarde per medewerker de komende jaren alleszins aannemelijk.

INVESTMENT CASE

De eerste zes maanden van 2011

Op donderdag 4 augustus jl. maakte Nedap de cijfers over het eerste halfjaar 2011 bekend (bedragen in € miljoen):

	2011 H1	2010 H1	%-verandering
Opbrengsten	69,6	61,1	+14
Bedrijfslasten	64,9	57,8	+12
Bedrijfswinst	4,6	3,3	+41
Rentelasten	- 0,3	- 0,5	
Winsttaandeel Nedap France	0,3	0,2	
Winst voor belastingen	4,6	3,0	+55
Belastingen	- 0,9	0,0	
Netto winst	3,7	3,0	+25
Winst per aandeel (in €)	0,55	0,44	+25

De opbrengstengroei kwam van vrijwel alle marktgroepen, te weten Agri, AVI, Healthcare, Power Supplies, Retail en Security Management. Zoals verwacht bleven alleen de opbrengsten van de groepen Library Solutions en Specials achter. De autonome opbrengstengroei werd nog getemperd door het geleidelijk, en in goed overleg met de afnemers, beëindigen van de toeleveringsactiviteiten. Exclusief de opbrengsten uit toeleveringsactiviteiten bedroeg de autonome groei in het eerste halfjaar 23%. De minder sterke groei van de netto winst werd voornamelijk veroorzaakt door een eenmalige belastingbate in de eerste helft van 2010. Gecorrigeerd voor deze eenmalige bate zou de groei ruim 50% zijn geweest.

Het naar de markt brengen van een groot aantal nieuwe producten ging gepaard met extra inspanningen en kosten binnen de verschillende marktgroepen. Er is de afgelopen periode opnieuw behoorlijk geïnvesteerd in nieuwe verkoopkanalen en marketingmaterialen. Daarnaast is het aantal vaste medewerkers na een fikse uitbreiding in 2010 (51 medewerkers), in het eerste halfjaar 2011 verder gestegen, met 18 medewerkers, naar 670. In enkele marktgroepen werd gebruik gemaakt van inleenkrachten om nieuwe producten versneld op de markt te brengen. De schaarste aan componenten op de wereldmarkt en het stroomlijnen van nieuwe productie- en logistieke processen bij Inventi zorgden voor extra kosten. De bedrijfswinst steeg van 5,4% naar 6,6% van de opbrengsten. Door genoemde ontwikkelingen lag deze nog niet op het gewenste niveau van 10%. Met de vakorganisaties werd een principeakkoord bereikt over een nieuwe CAO met een looptijd tot en met 31 maart 2012. Onderdelen hiervan zijn een salarisverhoging per 1 april 2011 van 2% en een verhoging van de winstdelingsregeling met 0,5 procentpunt.

Op basis van de huidige positie in de verschillende markten verwacht de Directie voor het gehele jaar 2011 – onvoorziene omstandigheden voorbehouden – een verdere groei van opbrengsten en resultaat.

Concurrentiepositie

Een breed gediversificeerde 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 lijken in de internationale markt twee ondernemingen enigermate vergelijkbaar met Nedap te zijn voor wat betreft hun kernactiviteiten.

INVESTMENT CASE

- 1) **Checkpoint Systems** (symbol: CKP) is een wereldwijd leider op het gebied van dervingsbeheer, merchandise visibility en apparel labeling solutions. Checkpoint is de partner van retailers en hun leveranciers voor vermindering van derving, verbetering van de beschikbaarheid in het schap en de optimalisering van real-time data om operationele uitmuntendheid te bereiken. Checkpoint-oplossingen zijn gebouwd op 40 jaar ervaring in RFID-technologie, een uiteenlopend dervingsbeheeraanbod, een uitgebreide portfolio van kledinglabeloplossingen, marktleidende RFID-applicaties, innovatieve antiwinkeldiefstaloplossingen en het webgebaseerde Check-Net databeheerplatform. Checkpoint Systems realiseerde over 2010 een omzet van US \$ 834 miljoen en een netto winst van US \$ 40 miljoen. Voor 2011 gaat het management uit van een omzet van US \$ 920 - 940 miljoen en een netto winst van US \$ 49,7 – 53,7 miljoen. De winstgevendheid van Checkpoint Systems ligt onder die van Nedap, terwijl de waardering van het aandeel eveneens lager is: tegen de huidige beurskoers van \$ 13,- wordt ruim 10 maal de verwachte winst voor de aandelen Checkpoint Systems betaald, terwijl het vergelijkbare cijfer voor Nedap ruim 11,8 maal is.
- 2) **Niscayah** (symbol: NISCb.ST) is met circa 5.100 medewerkers in 14 landen in Europa, alsmede in de Verenigde Staten een kennisleider in beveiliging. Niscayah richt haar bedrijfsstrategie op een aantal geselecteerde bedrijfsegmenten: banken en post, retail, transport en logistiek, utilities en tankstations. Daarbij ligt de focus op het aanbieden van de juiste beveiligingsoplossingen voor de klanten en zijn winstgevendheid en organische groei de belangrijkste prioriteiten. Niscayah behaalde over 2010 een omzet van circa € 725 miljoen en een netto winst van € 13,2 miljoen. Het aandeel Niscayah noteerde ultimo 2010 een beurskoers van SEK 13,80, ofwel 19,7 maal de genormaliseerde winst 2010/2011 bij een dividendrendement van 2,2%. Op 27 juni jl. heeft het Amerikaanse Stanley Black & Decker een bieding van SEK 18,- in contanten gedaan op alle aandelen Niscayah. Daarmee wordt de onderneming gewaardeerd op US \$ 1,2 miljard. Indien deze bieding gestand wordt gedaan, betaalt Stanley Black & Decker circa 1,2 maal de omzet en ruim 14 maal de getaxeerde EBITDA van Niscayah. Ter vergelijking, Nedap noteert tegen de huidige beurskoers van € 19,40 ruim 0,85 maal de getaxeerde omzet 2011 en slechts 6,9 maal de (historische) EBITDA.

In Nederland zijn twee beursgenoteerde ondernemingen deels actief in de markt van beveiligingsoplossingen:

- 1) Imtech-dochter **WPS Parking Solutions** loopt al meer dan 25 jaar voorop in het ontwikkelen van oplossingen welke later de norm binnen de parkeerwereld zijn geworden. Zo was WPS het eerste bedrijf in de parkeerindustrie dat gebruik maakte van barcodetechnologie in haar parkeersysteem, een technologie die snel werd overgenomen door de gehele bedrijfstak. Vandaag de dag worden dagelijks wereldwijd meer dan 7,5 miljoen parkeertickets uitgegeven door parkeerapparatuur van WPS. Dit maakt de onderneming tot één van de toonaangevende aanbieders van geautomatiseerde parkeeroplossingen. Imtech Security Solutions is onderdeel van Imtech Nederland, een innovatieve technische dienstverlener die haar 3.500 klanten integrale en aantrekkelijke totaaloplossingen biedt op het gebied van elektrotechniek, ICT en werktuigbouw. Imtech Security Solutions is een business partner van Nedap Security Management. De aandelen Imtech noteren tegen de huidige beurskoers van € 17,00 thans circa 8 maal de getaxeerde winst 2011 bij een dividendrendement van 4,1%.
- 2) Onder de Building Solutions divisie van **TKH Group** ressorteert het segment Security Systems. TKH speelt in op de behoefte aan geïntegreerde beveiligingsoplossingen, zoals toegangscontrole, professionele communicatie en camerabewaking gebaseerd op flexibele IT-infrastructuren. Voor de beveiligingsmarkt levert TKH geïntegreerde bewakingsoplossingen op basis van hoogwaardige processortechnologie voor video- en audio-analyse. Met Scanton Parking+ is TKH sinds 2009 eveneens actief op de markt voor parkeermanagement. TKH streeft actief naar vergroting

INVESTMENT CASE

van haar Security activiteiten; deze dienen eind 2012 circa 20% van de groepsomzet te bedragen (2011: 12%). De toenadering die het management van TKH Group in oktober 2010 zocht met Nedap, kan in dit kader worden geplaatst. Destijds liet het Nedap-management weten de voorkeur te geven de eigen koers verder voort te zetten, in plaats van te kiezen voor een samengaan met TKH Group. Ondanks deze afwijzing behield TKH de interesse in Nedap door een belang van 5,06% in de onderneming te kopen van verzekeraar Eureko B.V. tegen een koers van € 18,50 per aandeel. Overigens is de Isolectra Group, een volle dochter van TKH Group, een business partner van Nedap Security Management. De aandelen TKH Group noteren tegen de huidige beurskoers van € 16,50 per aandeel 10,6 maal de getaxeerde winst 2011 bij een dividendrendement van 4,7%.

Projectie 2011 en 2012

In onze projectie voor geheel 2011 taxeren wij opbrengsten ter waarde van circa € 148,5 miljoen, overeenkomend met een stijging van 11,2% ten opzichte van 2010. Indien wordt bedacht dat de afbouw van de toeleveringsactiviteiten dit jaar onverminderd doorgaat, impliceert dit dat de autonome groei van de voortgezette activiteiten eerder rond 15% uitkomt.

Wij voorzien een verbetering van de operationele marge in 2011, maar niet in die mate dat de recordniveaus van 2007 en 2008, van 13,6%, zullen worden benaderd. Daarvoor drukken de aanloopkosten van de marketingprogramma's in de verschillende marktgroepen nog teveel op de exploitatie, terwijl tevens de componentenschaarste hier een drukkend effect sorteert. Nochtans moet een operationele marge van 9,2% haalbaar zijn, waarna een nettowinst van circa € 10,7 miljoen, overeenkomend met een winst per aandeel van € 1,60, in beeld komt.

Voor 2012 gaan wij wederom uit van een organische groei van per saldo 11%. Volgend jaar zal naar verwachting de laatste fase van de afbouw van de toeleveranciersactiviteiten worden afgerond, zodat uit dien hoofde nog eenmaal met een drukkend effect op de groei van de opbrengsten rekening dient te worden gehouden. Niettemin zou het in 2012 mogelijk moeten zijn de operationele marges verder te verbeteren. Bij getaxeerde opbrengsten van circa € 165 miljoen zou de bedrijfswinst alsdan uitkomen op ongeveer € 17,1 miljoen, ofwel ruim 60% boven het resultaat van 2010.

Het netto resultaat zou in dit scenario uitkomen op naar schatting € 2,25 per aandeel, uitgaande van een belastingdruk van 22% en een bescheiden negatief saldo van interestlasten en het winstaandeel in Nedap France. Omdat de onderneming alsdan nagenoeg gestroomlijnd zal zijn, is het aannemelijk dat de solvabiliteit weer terug zal zijn op het vertrouwde niveau van tenminste 40%. Indien dit bewaarheid is, zou een pay out van 90% leiden tot een dividend per aandeel van € 2,03, overeenkomend met een dividendrendement van 10,5% op basis van de huidige beurskoers.

SWOT-analyse

Strengths - Concurrentievoordelen

- Nedap beschikt over een tamelijk brede portfolio van goed ontwikkelde oplossingen, die veelal gebaseerd zijn op de functionaliteit van het AEOS-platform, dat een inventieve 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 ijzersterke balansverhoudingen. CFO Gerard Ezendam is al 25 jaar werkzaam bij de onderneming.
- De groei van Nedap is volledig autonoom. Het risico van een riskante acquisitie is afwezig.

INVESTMENT CASE

Weaknesses - Concurrentienadelen (te overwinnen)

- Nedap heeft nog onvoldoende schaalomvang om volledig efficiënt te presteren.
- In geval van een stevige economische recessie is Nedap bovengemiddeld gevoelig voor druk op de opbrengsten en bijgevolg de resultaten.
- Nedap is nog onvoldoende in staat grensverleggende oplossingen optimaal te vertalen naar commerciële successen ("de Philips-pitfall").

Opportunities - Marktontwikkelingen

- Nedap is in toenemende mate in staat aansprekende internationale klanten aan zich te binden (Kaufhof, USG People, TÜV, IKEA, etc.).
- China kan een absolute groeimarkt worden voor meerdere Nedap-toepassingen.
- Een grotere schaalomvang werkt in beginsel efficiency-verhogend.

Threats - Bedreigingen

- Copy cats: Nedap-oplossingen worden gekopieerd door derden, omdat bescherming van het intellectual property feitelijk niet economisch haalbaar is (lees: niet af te dwingen tegen redelijke kosten).
- Een langdurige periode van laagconjunctuur in combinatie met een structureel negatieve invloed die voortkomt uit de financiële crisis.
- Een tekort aan voldoende gekwalificeerde medewerkers.
- Een sterk fluctuerende dollarkoers.

Conclusie

Nedap lijkt aan de vooravond te staan van een periode van stevige autonome groei in combinatie met een aantrekkelijk potentieel van margeverruiming. De onderneming is in de afrondende fase om de conjunctuurgevoelige en laag renderende toeleveringsactiviteiten af te bouwen. De hieruit beschikbaar komende capaciteit wordt aangewend om het commerciële succes van de eigen producten/oplossingen onder de Nedap-(merk)naam gestalte te geven. Tegelijkertijd wordt stevig geïnvesteerd in versterking van de marketing- en salesfunctie om daadwerkelijk op verschillende wereldmarkten (China, Verenigde Staten, Europa) voldoende slagkracht te kunnen ontwikkelen. Naar verwachting zal dit resulteren in een toename van de opbrengsten van circa 10-12% per jaar bij een marge die geleidelijk zal terugkeren naar de topniveaus van 2007-2008.

Gezien dit perspectief is de huidige beurswaardering van de aandelen Nedap als extreem laag te kwalificeren. De geringe prioriteit die het management toekent aan Investor Relations kan als oorzaak worden genoemd, evenals de betrekkelijk geringe free float van de aandelen.

De komende twee jaar is een re-rating van de aandelen Nedap onzes inziens aannemelijk. Een koersdoel van € 33,- lijkt haalbaar wanneer onze taxatie van opbrengsten en winst voor 2012 wordt gerealiseerd. Alsdan wordt 14,7 maal de verwachte winst voor de aandelen betaald en komt het dividendrendement op een solide 6,2%. Zulks impliceert dat de Nedap-beurskoers zowel in 2011 als in 2012 vanaf het huidige niveau van € 19,40 met ongeveer 30% per jaar kan stijgen om voornoemd koersdoel begin 2013 te bereiken. Een lucratieve gedachte...

INVESTMENT CASE

Overige informatie

Deze Investment Case is door de onderneming gecontroleerd op feitelijke onjuistheden of fouten. De analyse en taxaties van deze investment case zijn opgesteld door het beheerteam van de Beheerder Keijser Capital Asset Management B.V.

Enkele personen van het beheerteam hebben door het participeren in het Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.

Amsterdam, 9 augustus 2011

Voor aanvullende informatie kunt u contact opnemen met de Beheerder van het Add Value Fund N.V.:

Keijser Capital Asset Management B.V.
Keizersgracht 410
1016 GC Amsterdam
The Netherlands

T +31 (0)20 531 21 21

F +31 (0)20 531 21 95

E info@kcam.nl

W addvaluefund.nl

Disclaimer & Disclosures

Het onderhavige rapport is een Investment Case. Keijser Capital Asset Management B.V. is de producent van dit rapport ten behoeve van de voorlichting van de (potentiële) aandeelhouders in het Add Value Fund, dat wordt beheerd door Keijser Capital Asset Management B.V. De kwalitatieve en kwantitatieve standpunten in dit rapport zijn de weergave van de visie van de fondsbeheerders. 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 Keijser Capital Asset Management B.V. betrouwbaar acht, maar Keijser Capital Asset Management B.V. garandeert niet dat deze informatie juist en/of volledig is, zodat op de inhoud van dit rapport niet als zodanig mag worden vertrouwd. De meningen in de Investment Case zijn een weergave van de huidige visie van Keijser Capital Asset Management B.V. op de datum van het verschijnen van dit rapport. Deze Investment Case is opgesteld zonder rekening te houden met de individuele financiële situatie en doelstellingen van de personen die de Investment Case ontvangen. Keijser Capital Asset Management B.V. aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

Methodologie

Keijser Capital Asset Management B.V. geeft geen koop- of verkoopbevelingen ten aanzien van de in de Investment Cases besproken ondernemingen, maar belicht slechts in kwalitatieve zin de sterke en zwakke punten van deze ondernemingen. Keijser Capital Asset 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 het Add Value Fund te voorzien van grondige analyses die dienen als een onderbouwing van het beleggingsbeleid van Keijser Capital Asset Management B.V. in het kader van het Add Value Fund.