



DSM: WEER AANTREKKELIJK

25 februari 2010, slotkoers 24-2: € 30,98

DSM rapporteerde sterke vierdekwartaalresultaten, maar gaf een voorzichtige verwachting af voor 2010, vooral voor de tweede helft vanwege onzekere macro-economische vooruitzichten. De markt reageerde ons inziens vooral op dat laatste teleurgesteld, wat beleggers deed vluchten in meer defensieve fondsen. Maar BASF heeft een veel optimistischere marktverwachting en dat zou ook voor DSM veel goeds moeten betekenen.

DSM lijkt ons weer aantrekkelijk met Nutrition als ferme basis en ook een stabiel of stijgend dividend. Ons inziens waardeert de markt de kasstroom van het concern niet ten volle. Wij verhogen ons advies van Houden naar Kopen en ons koersdoel van 33 naar 39 euro, dat is ongeveer 13 keer de voor 2011 verwachte wpa.

DSM's positieve richtsnoer voor Nutrition legt een stevig fundament onder de taxaties voor 2010. Dit betekent in essentie dat Materials Science, inclusief Base Chemicals,

dit jaar slechts rond 300 tot 330 miljoen euro hoeft bij te dragen aan de ebitda van de groep en dat is goed haalbaar denken we. Voor 2010 schatten we de ebitda op 1 miljard euro, waarvan 708 miljoen voor rekening van Nutrition en Pharma en 387 miljoen van de cluster Materials Science. De holding- en andere operationele kosten schatten we op 93 miljoen euro.

Met nog 0,80 euro dividend in de koers en een jaarlijks dividend van minimaal 1,20 euro en met de stabiliteit en kracht van Nutrition is volgens ons het neerwaartse risico beperkt en het opwaartse potentieel substantieel, daar we nog steeds aan het begin van de opwaartse fase van de cyclus zitten. ■

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
25-02-2010	Houden	Kopen
21-10-2009	Kopen	Houden

DSM



Beurswaarde	5,0 mrd	Wpa 2009	2,01
Omzet 2009	7,7 mrd	Wpa 2010T	1,87
Nettowinst 2009	337 mln	Wpa 2011T	2,33
Dividend 2009	1,20	Koersdoel	39,00



WESSANEN: ONZEKERHEID TROEF

26 februari 2010, slotkoers 25-2: € 3,06

Door impairments, eenmalige kosten en boekverliezen op verkopen kwam het jaarresultaat 2009 uit op een verlies van 220 miljoen euro. De tegenvallende cijfers in combinatie met de aankondiging van een mogelijke balansversterking zette het aan-

deel op 25 februari 14 procent lager. De toekomstige winstpotentie van Wessanen is niet genoeg om het huidige advies van Hold te rechtvaardigen. We verlagen het advies naar Sell. Op basis van verlaagde taxaties schatten wij de fair value van Wessanen nu lager in op 2,50 euro (was 3,20 euro).

Het eerste punt van zorg is de onduidelijkheid met betrekking tot de winstgevendheid van het Amerikaanse ABC door de boekhoudfraude, die in 2009 aan het licht kwam. Het tweede punt is de zwakke merkenportefeuille. Wessanen heeft weinig financiële armslag om geld te steken in reclames en advertenties om van Zonnatura, Bjorg en Whole Earth echte A-merken te maken. Ten derde is het de vraag of Wessanen aan de bankconvenanten kan voldoen. Wij gaan ervan uit dat Wessanen eind van het eerste kwartaal 2010 een rolling ebitdae heeft van 24 miljoen euro en van 28 miljoen euro eind tweede kwartaal, waarmee het net binnen de convenanten zal blijven en waarmee uitgifte van nieuwe aandelen voorkomen kan worden. Wij achten de kans klein dat Wessanen als geheel wordt overgenomen, gegeven de huidige

waardering van 12,5 maal de verwachte winst voor 2011, de nog altijd sterk uiteenlopende activiteiten en de lappendeken van veel kleine merken. ■

WESSANEN



Beurswaarde	205 mln	Wpa 2009	-3,24
Omzet 2009	703 mln	Wpa 2010T	0,14
Nettores. 2009	-219 mln	Wpa 2011T	0,24
Dividend 2009	--	Koersdoel	2,50

THEODOOR GILISSEN

Adviseringsmethodiek

- Buy:** het aandeel heeft een opwaarts koerspotentieel van 15% of meer vanaf het moment dat het koersdoel wordt afgegeven;
- Hold:** het aandeel heeft een opwaarts koerspotentieel tussen 5% en 15% vanaf het moment dat het koersdoel wordt afgegeven;
- Sell:** het aandeel heeft een opwaarts koerspotentieel van 5% of minder vanaf het moment dat het koersdoel wordt afgegeven.