



## DOCKWISE: KLAAR VOOR HEAVY KOERSLIJFT

16 maart 2010, slotkoers 15-3: € 17,83

De waardering voor Dockwise biedt een unieke koopmogelijkheid. Hoewel de markt voor zwaar zeetransport (Heavy Lift) nog uitdagend is, neemt het momentum bij de belangrijkste klantengroep – de olie- en gassector, circa 65 procent van de totale omzet – weer toe, dankzij de gestegen oliepieprijzen. De exploratie- en productie-investeringen zullen dit jaar naar verwachting al met 11 procent stijgen en daarom voorzien we vanaf 2011 voor Dockwise een hogere bezetting en betere dagtarieven. Omdat Dockwise een hoge operationele hefboom heeft, is sprake van een enorm effect op de ebitda. We verwachten dat de ebitda tussen 2010 en 2012 met 40 procent zal stijgen. Daarmee zou Dockwise binnen twee jaar terug kunnen keren naar de eerdere piekmarges.

Als duidelijke marktleider moet Dockwise in staat zijn betere marges te realiseren dan zijn concurrenten. Met 65 procent van de wereldvloot tot zijn beschikking, heeft

Dockwise zijn schepen op meer locaties en daardoor zijn de vaarafstanden geringer. Hoewel er significante concurrentie op komst is, denken we dat deze deels lokaal gericht zal zijn. Daarnaast verwachten we dat de totale marktomvang zal toenemen: de offshore boormarkt zal volgens sectorbronnen alleen al de komende jaren met naar verwachting 15 procent per jaar groeien.

Hoewel Dockwise moeilijk is te vergelijken en slechts over één directe 'peer' beschikt, is de waardering in termen van wpa en ev/ebitda laag vergeleken met zowel logistieke bedrijven als met bedrijven in de oliedienstensector. Wij starten het volgen van Dockwise met een Koopadvies en een koersdoel van 26 euro. De koers heeft recentelijk zwaar onder vuur gelegen op grond van geruchten dat een groot contract in Australië was verloren. Dit bleek niet het geval en draagt daarmee bij aan de gunstige timing om het aandeel te kopen. ■

### DOCKWISE



Beurswaarde	367 mln	Wpa 2010T	2,68
Omzet 2009	\$478 mln	Wpa 2011T	3,95
Nettowinst 2009	\$36,6 mln	Koersdoel	26,00
Dividend 2009	--	Advies	kopen

#### Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
15-03-2010	Geen	Kopen



## BRUNEL: NA TUSSENJAAR 2010 WEER GROEI

15 maart 2010, slotkoers 12-3: € 25,30

De cijfers van detachingsbureau Brunel over het vierde kwartaal 2009 vielen tegen. In Nederland en Duitsland is weliswaar zicht op herstel, maar we verwachten pas in 2011 een terugkeer naar het omzetsniveau van 2008. Bij Energy zal het wegvallen van

het Pluto-project leiden tot omzetzakking in 2010. Nieuwe projecten zullen zich pas vanaf eind derde kwartaal van 2010 materialiseren in meer omzet.

Brunel heeft een andere strategie dan algemene uitzenders Randstad en USG People. Brunel heeft niet gesaneerd, er zijn geen mensen ontslagen en er zijn geen kantoren gesloten. Desondanks waren de totale operationele kosten in 2009 lager dan in 2008. Dat is een knappe prestatie en het betekent ook dat Brunel beter voorbereid is om te profiteren van marktherstel dan veel concurrenten.

We ramen voor 2010 een omzet die 4 procent lager uitkomt vergeleken met 2009. Voor de jaren daarna kan Brunel met dubbele cijfers groeien met nieuwe opdrachten bij Brunel Energy als belangrijkste drijver. Het grootste project in de pijplijn is het Gorgon-project van Chevron, Shell en ExxonMobil in Australië (kosten: 37 miljard dollar).

De wpa-taxaties zijn verlaagd naar 1,46 euro voor 2010 (was € 1,86) en 2,02 euro voor 2011 (was € 2,54) en 2,60 euro voor 2012 (was € 3,42). Wij herhalen het Buyadvies voor het aandeel Brunel vanwege de goede vooruitzichten voor Brunel Energy

op lange termijn, herstel in Duitsland en Nederland. Het koersdoel wordt verlaagd van 39 naar 35 euro. ■

### BRUNEL



Beurswaarde	585 mln	Wpa 2010T	1,46
Omzet 2009	738 mln	Wpa 2011T	2,02
Nettowinst 2009	31 mln	Koersdoel	35,00
Dividend 2009	0,80	Advies	buy

### 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.