



VOPAK: AANTREKKELIJK BELEGGINGSVERHAAL

18 maart 2010, slotkoers 17-3: € 58,85

De door Vopak gerapporteerde resultaten voor 2009 waren in overeenstemming met de eerdere richtlijn. Het management verraste de markt echter met een ebitda-prognose voor drie jaar. De prognose voor 2012 van 625 tot 700 miljoen euro heeft uitsluitend betrekking op aangekondigde projecten, enige beperkte jaarlijkse inflatie-aanpassing, een matige tariefsverhoging bij contractvernieuwingen, synergie-effecten en aanhoudende kostenbesparingen. Deze prognose is inclusief de netto-inkomsten uit joint ventures en samenwerkingen.

Met een nettoschuld/ebitda-ratio van 2,2 en een investeringsbehoefte (onderhoud en uitbreiding) van ruwweg 250 miljoen euro voor de periode 2010-2012, is er volop ruimte voor extra investeringen om een aantrekkelijke ROCE voor belasting van 18 procent (SNS-taxatie) mogelijk te maken en daarmee aanvullende waarde te genereren.

We denken dat het beleggingsverhaal voor Vopak aantrekkelijk blijft, daar de ebitda-prognose uitsluitend betrekking heeft op aangekondigde projecten. Ondanks

een paar onzekerheden voor Chemicals in Europa (hoewel de tweede helft van 2009 een verbetering liet zien), zijn de vooruitzichten goed.

Een peergroepvergelijking laat zien dat opslagbedrijven gewaardeerd worden tegen iets minder dan 16 keer de winst. Dit wijst al op een korting op het Vopak-aandeel van 13 tot 15 procent, inclusief 1,25 euro dividend. Als wereldwijde marktleider verdient Vopak echter een premie. Het bedrijf heeft een indrukwekkend aantal projecten dat de komende jaren in bedrijf wordt gesteld, resulterend in circa 15 procent extra groei per jaar tot en met 2012. Onze 'discounted cash flow'-berekening, uitsluitend gebaseerd op de aangekondigde projecten, wijst op een koersdoel van 70 euro. Wanneer we tevens rekening houden met nieuwe opslagprojec-

ten, komen we op een koersdoel van 72,50 euro. We verhogen het advies van Bijkopen naar Kopen. ■

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
18-03-2010	Bijkopen	Kopen
27-08-2009	Houden	Bijkopen
06-07-2009	Afbouwen	Houden



PUNCH: LICHT AAN HET EIND VAN DE TUNNEL

24 maart 2010, slotkoers 23-3: € 4,37

NPM Capital (NPM) heeft een voorwaardelijk bod aangekondigd op het meerderheidsbelang van Punch International (PI) in Punch Graphix (PG) van 4,65 euro per aandeel. Als NPM erin slaagt de meerderheid te verwerven, moet het ook een bod tegen dezelfde prijs uitbrengen op de resterende uitstaande aandelen. We vinden het bod aantrekkelijk, gezien 1) de substantiële premie, 2) de moeilijke marktomstandigheden voor PG en 3) de oplossing die het biedt voor zaken rond corporate governance en de beperkte liquiditeit. Bovendien ontvangen de PG-aandeelhouders een compensatie voor het PG-belang in Accentis, dat een actuele marktwaarde heeft van 0,17 euro per aandeel.

Na de publicatie van de jaarresultaten 2009 waardeerden wij PG op 2,85 euro, inclusief een 50%-korting vanwege de beperkte liquiditeit en corporate-governanceproblemen vanwege het meerderheidsbelang (66%) van PI. Het voorwaardelijke bod van NPM van 4,82 euro (inclusief de compen-

satie voor het belang in Accentis), betekent een premie van 61 procent ten opzichte van de koers voor de schorsing.

Volgens onze taxaties waardeert het bod PG op 6,5 maal de verhouding EV/ebitda en op 1,1 maal de EV/omzet. Dit betekent een substantiële premie ten opzichte van de peers. Als NPM er echter in slaagt PG's ebitdamarges van meer dan 20 procent (aan de bovenkant van de sector) terug te halen en als de omzet zich herstelt, zal het stevig profiteren. Het bod is verder gelijk aan 0,79 maal de boekwaarde voor 2010.

Aangenomen dat 1) het management van PI het voorwaardelijke bod accepteert en 2) dat de markt het PG-belang in Accentis op 0,17 euro waardeert, verhogen we ons koers-

doel naar 4,82 euro en verlagen we het advies van Kopen naar Houden. ■

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
24-03-2010	Kopen	Houden
20-05-2009	Geen Advies	Kopen

