

## MACINTOSH: KLAAR VOOR DE VOLGENDE RONDE!

**12 april 2010, slotkoers 9-4: € 16,11**

De afronding van de integratie van Brantano stelt Macintosh in staat de volgende ronde in te gaan door omzetgroei in Fashion te realiseren, voordelen te plukken uit schaal-grootte en aanpassingen van de aanvoerlijnen en door de Fashion-strategie over te zetten naar Living. Achter de schermen is het management bezig het bedrijf te transformeren en in een duidelijk betere positie te brengen.

De strategie voor Living en Fashion is een bewezen detailhandelsstrategie. Zij is gebaseerd op het binnenhalen van grotere orders, waardoor de inkoopcondities verbeteren en er een concurrentievoordeel ontstaat ten opzichte van de vele (kleinere) concurrenten op gefragmenteerde markten.

De operationele hefboom bij Macintosh is enorm. Als vorig jaar bijvoorbeeld 2,5%, 5% of 7,5% meer omzet was behaald, was de nettowinst in overigens gelijkblijvende omstandigheden respectievelijk 30%, 60% en 88% hoger geweest. Gedreven door maatregelen in de back-endorganisatie en winkelopeningen moet de groep in staat zijn de

marges sterk op te voeren. Voor 2012 voorzien we een ebitmarge van 6,8 procent, wat het herstelpotentieel onderstreept. Onder ideale marktcondities zou de ebitmarge voor de groep in potentie naar 8 procent kunnen stijgen.

Macintosh wordt tegen een aanzienlijke korting verhandeld ten opzichte van zowel de historische verhoudingen als de peers. Dit houdt deels verband met de breed gedeelde verwachting dat de marges niet significant kunnen stijgen. We zijn het daar dus niet mee eens. We verwachten een herwaardering van het aandeel. Wij verhogen het advies voor Macintosh van Houden naar Kopen en ons koersdoel naar 22 euro op basis van hogere marges op de middellange termijn, die we zelfs als conservatief beschouwen. ■

### Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
12-04-2010	Houden	Kopen

### MACINTOSH



Beurswaarde	389 mln	Wpa 2010T	1,28
Omzet 2009	1,1 mrd	Wpa 2011T	1,70
Nettowinst 2009	31 mln	Koersdoel	22,00
Dividend 2009	0,55	Advies	kopen

## WOLTERS KLUWER: TWEDE FASE IN MIGRATIE NAAR DIGITALE DATADIENSTEN

**14 april 2010, slotkoers 13-4: € 15,78**

De digitale producten, diensten en abonnementen (52% van de omzet) zullen een steeds belangrijker deel van de omzet worden. Deze hebben ook in het moeilijke jaar 2009 organische groei (+3%) gerealiseerd. Bij deze producten is schaalgrootte aantrekkelijk, omdat hiermee de operationele marges verder kunnen stijgen.

Het lopende 'operational excellence'-programma Springboard zal in 2010 en 2011 naar verwachting 150 miljoen euro aan jaarlijkse kostenbesparingen opleveren. Dit zou een margeverbetering moeten opleveren van circa 2,7 procent.

Door de stijgende trend van meer en complexere regelgeving binnen de sectoren waarin Wolters Kluwer actief is, is de productenportefeuille aantrekkelijk.

Wolters Kluwer heeft een sterke kasstroomgeneratie. In 2009 had het een vrije kasstroom van 424 miljoen euro of 1,46 euro per aandeel. De sterke kasstroomgeneratie stelt Wolters Kluwer in staat om een

aantrekkelijk dividendrendement te bieden, ter hoogte van 4,7 procent in 2010.

Op basis van drie methoden (k/w, ev/ebita en dcf) waarden wij Wolters Kluwer op 19,50 euro per aandeel, wat een opwaarts potentieel van 23 procent impliceert (+28% inclusief dividend).

Wij zijn positief over Wolters Kluwer, gesteund door het kostenbesparingsprogramma en de voordelen die de migratie naar elektronische producten de komende jaren met zich meebrengt. Wij verhogen ons advies van Hold naar Buy met een koersdoel van 19,50 euro per aandeel. ■

### Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
14-04-2010	Hold	Buy

### WOLTERS KLUWER



Beurswaarde	4,6 mrd	Wpa 2010T	1,53
Omzet 2009	3,4 mrd	Wpa 2011T	1,65
Nettowinst 2009	118 mln	Koersdoel	19,50
Dividend 2009	0,66	Advies	kopen