



PUNCH GRAPHIX: NPM-DEAL AFGEBLAZEN

17 mei 2010, slotkoers 14-5: € 2,13

De trading update van Punch Graphix (PG) was grotendeels in lijn met onze taxaties. We denken dat de jaar-op-jaar omzetzungen aan het uitbodemen zijn, wat wordt bevestigd door de mededeling van het management dat de omzet in het tweede kwartaal waarschijnlijk licht beter zal zijn dan die in het eerste kwartaal.

NPM Capital heeft zijn voorgenomen bod op de aandelen Punch Graphix (PG) ingetrokken. Hoewel het PG-management bij de trading update voor het eerste kwartaal geen nadere details bekendmaakte over de beëindiging van de NPM-deal, denken wij dat de oorzaak niet moet worden gezocht bij de activiteiten van PG, maar dat het een aandeelhouderszaak was. Als gevolg van het niet doorgaan van het bod, keren wij terug naar ons initiële waarderingsmodel, dat een 50%-korting behelst op de faire waarde op grond van de beperkte liquiditeit en de corporate-governanceproblemen



vanwege het meerderheidsbelang (66%) van Punch International (PI).

We zetten ons nieuwe koersdoel op 2,85 euro en verhogen dientengevolge ons advies naar Kopen (was Houden).

Extra opwaarts koerspotentieel kan komen van 1) een omzetimpuls door de deelname aan de grafische beurs IpeX 2010 (18-25 mei), 2) economisch herstel dat de betalingsproblemen bij de klanten vermindert en 3) de verkoop door PI van Punch Telematix voor een aantrekkelijke prijs die PI in staat stelt de overgebleven PG-aandeelhouders uit te kopen. ■

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
17-05-2010	Houden	Kopen
24-03-2010	Kopen	Houden
20-05-2009	Geen	Kopen



KPN: ONZEKERHEID DUITSE VEILING WEG

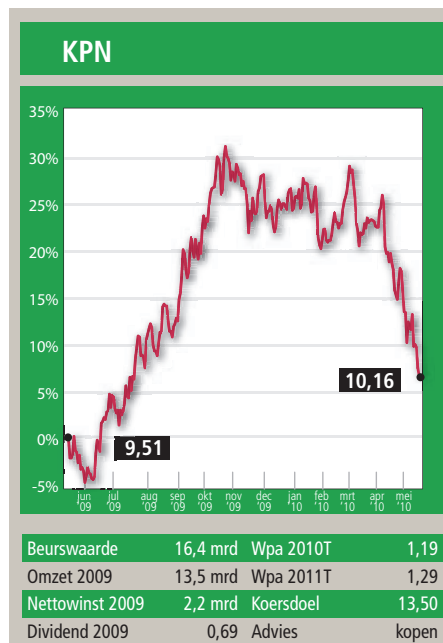
21 mei 2010, slotkoers 20-5: € 10,16

Bij de belangrijke veiling van spectrum in Duitsland hebben KPN's concurrenten de meest aantrekkelijke frequenties van 800 MHz verworven. Op deze frequentie kan tegen de laagste kosten capaciteit worden uitgebreid. KPN heeft voor 284 miljoen euro aan spectrum gekocht op minder aantrekkelijke hogere frequenties.

Dat KPN heeft afgezien van de 800 MHz-frequentie is een goed teken. Het laat opnieuw zien dat het bedrijf kostenbewust is. Met de aanschaf van 19 procent van het geveilde spectrum kan KPN-dochter E-Plus nog altijd kosteneffectief uitbreiden op de Duitse markt voor mobiele telefonie. Gezien het huidige overheersende marktaandeel van de dominante spelers op de aantrekkelijke lage frequenties, denken wij dat de Duitse overheid bij de herverdeling van de 900 MHz-licenties in 2016 KPN betere kansen geeft.

Wij verwachten dat de omzet van KPN vanaf volgend jaar weer licht zal groeien. Hoewel de kostenbesparingsmogelijkheden op termijn afzakken, voorspellen wij voor de komende jaren verdere groei van

de kasstroom. KPN zal de investeringen in nieuwe generatie netwerken moeten opvoeren, maar kan dat kostenefficiënt. Wij verwachten voor de komende jaren dan



ook verdere groei van het dividend. KPN blijft een overnamekandidaat.

Nu de spectrumveilingen voorbij zijn, is veel onzekerheid rond KPN verdwenen. Wij vinden het concern op een dividendrendement van 7,6 procent zeer aantrekkelijk geprijsd en herhalen onze Buy-rating. Het koersdoel blijft 13,50 euro. ■

THEODOOR GILISSEN ADVISERINGSMETHODIEK

↑ KOPEN

HET AANDEEL HEEFT EEN OPWAARTS KOERSPOTENTIEEL VAN 15% OF MEER VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

■ HOUDEN

HET AANDEEL HEEFT EEN OPWAARTS KOERSPOTENTIEEL TUSSEN 5% EN 15% VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

↓ VERKOPEN

HET AANDEEL HEEFT EEN OPWAARTS KOERSPOTENTIEEL VAN 5% OF MINDER VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.