

## SNS Securities AALBERTS: BEPERKT OPWAARTS POTENTIEEL

24 december 2010, slotkoers 23-12: € 15,59

We verwachten dat Aalberts in 2011 weer terugkeert naar het niveau van voor de crisis, gecorrigeerd voor de acquisitie van Conbraco van 160 miljoen euro. Bovendien verwachten we dat ook de winst weer op het niveau van voor de crisis zal uitkomen, dankzij de aanhoudende sterke focus op kosten en winstgevendheid.

We denken dat er een beperkte opwaartse ruimte is in onze divisietaxaties. De marges zouden kunnen uitstijgen boven die in voorgaande cycli, met name dankzij de doorgevoerde kostenbesparingen, maar wij zien geen stijging van de ebitamarge met meer dan 1 procentpunt (nu circa 11%), wat 18 à 20 miljoen euro aan de ebita toevoegt. Acquisities zouden een positieve impact kunnen hebben.

We denken dat de waardering nog geen kritische niveaus heeft bereikt, maar wel dat het aandeel behoorlijk is gewaardeerd. Aalberts wordt verhandeld tegen een kleine premie ten opzichte van de historische ev/ebitda en ook ten opzichte van de k/w is er sprake van een (gerechtvaardigde) premie. Ons DCF-model wijst op een faire waarde van 16 euro, op basis van de aanname dat er geen sprake is van structurele margeverbeteringen en van een omzetgroei van 5 procent. Omdat we echter slechts een beperkte opwaartse ruimte zien in onze taxaties voor 2011/2012, verlagen we het advies van Bijkopen naar Houden, maar verhogen we het koersdoel van 13 naar 16,50 euro. ■

### AALBERTS INDUSTRIES



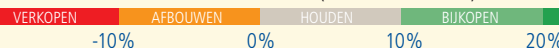
|                 |          |           |        |
|-----------------|----------|-----------|--------|
| Beurswaarde     | 1,7 mrd  | Wpa 2010T | 0,92   |
| Omzet 2009      | 1,4 mrd  | Wpa 2011T | 1,12   |
| Nettowinst 2009 | 41,5 mln | Koersdoel | 16,50  |
| Dividend 2009   | 0,13     | Advies    | houden |

### Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

| Datum      | Oud advies | Nieuw advies |
|------------|------------|--------------|
| 23-12-2010 | Bijkopen   | Houden       |

### SNS SECURITIES: ADVISERINGSMETHODIEK

De aanbevelingen zijn met een tijdhorizon van twaalf maanden gebaseerd op verwachte veranderingen in het totale aandeelhoudersrendement (koers + dividend) binnen de volgende bandbreedtes:



## GILISSEN

### FUGRO: KOERSDOEL BEREIKT

31 december 2010, slotkoers 29-12: € 61,84

De olieprijs ligt nu weer boven de 90 dollar per vat, het hoogste niveau sinds najaar 2008. Oliemaatschappijen hebben vertrouwen in een verdere stijging van de olieprijs en blijven stevig investeren in nieuwe velden.

Wij verwachten dat de olieprijs volgend jaar

stijgt tot circa 100 dollar per vat. Wij gaan niet uit van een nieuwe piek van 145 dollar per vat, zoals in 2008. In tegenstelling tot twee jaar geleden is er nu voldoende reservecapaciteit om de productie op te voeren.

De stijging van de investeringen in nieuwe velden, circa 12 procent in 2010, zal ook in 2011 doorzetten. Gezien de hoge olieprijs hebben oliemaatschappijen ruim voldoende kasstroom om deze investeringen te financieren.

De koers van Fugro is in de afgelopen weken fors vooruitgelopen op de goede marktvooruitzichten in 2011. De koers ligt nu op 16 keer de winst in 2011. In de afgelopen vijftien jaar is de koers-winstverhouding zelden lang boven de 16 gebleven. Het historisch gemiddelde bedraagt circa 12 keer de winst.

Wij verlagen het advies voor Fugro van Kopen naar Houden, aangezien de waardering te ver is opgelopen. Het koersdoel is licht verhoogd tot 62 euro. ■

### FUGRO



|                 |         |           |        |
|-----------------|---------|-----------|--------|
| Beurswaarde     | 5,0 mrd | Wpa 2010T | 3,39   |
| Omzet 2009      | 2,1 mrd | Wpa 2011T | 3,82   |
| Nettowinst 2009 | 263 mln | Koersdoel | 62,00  |
| Dividend 2009   | 1,50    | Advies    | houden |

### THEODOOR GILISSEN ADVISINGSMETHODIEK

HET AANDEEL HEEFT EEN OPWAARTS KOERSPOTENTIEEL:

#### ↑ KOPEN

VAN 15% OF MEER VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

#### ■ HOUDEN

TUSSEN 5% EN 15% VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

#### ↓ VERKOPEN

VAN 5% OF MINDER VANAF HET MOMENT DAT HET KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.