



BOSKALIS: DRAAI TEN GOEDE

25 februari 2011, slotkoers 24-2: € 36,80

Na recente gesprekken met drie van de grootste baggerbedrijven in de wereld zijn wij ervan overtuigd geraakt dat de marktomstandigheden positiever worden en wel zodanig dat ze de vrees voor overcapaciteit overtreffen. Deze overtuiging wordt ondersteund door onze analyses van de projecten die naar de markt komen. Daardoor is de periode van de neergaande lijn in de baggersector (goed voor circa 65% van de omzet van Boskalis) sneller voorbij dan we hadden gedacht en rekenen we nu op betere omstandigheden dan we eerder hadden verondersteld.

We verwachten dat de orders in 2011 zullen gaan aantrekken. Dit wordt onder-

bouwd door recentelijk gemelde contracten (orders in Nederland, Panama en India) en het aantal projecten dat volgens baggerwebsites naar de markt komt. Energie en havenontwikkeling zijn de belangrijkste motoren. Met een orderboek voor Boskalis van nu al 3,2 miljard euro (1,2 jaar aan werk) en een aantrekkelijk momentum voor de orderinname, worden we tevens positiever over 2012 en 2013.

We voorzien dat de prijsniveaus vanaf 2011 zullen stabiliseren en rekenen op een ebitmarge voor de baggeractiviteiten van circa 11 procent in 2011 en 2012. Voor 2011 en 2012 verhogen we onze winsttaxaties met respectievelijk 5 en 15 procent, gebaseerd op een sterker momentum op de baggermarkt. Dankzij de verhoogde taxaties, ons bijgewerkte dcf-model (grotere kastromen vanaf nu) en een waardering die meer in lijn is met de opgaande lijn in de cyclus, verhogen we ons advies van Houden naar Bijkopen en ons koersdoel van 28 naar 42 euro. ■

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
24-02-2011	Houden	Bijkopen
27-08-2010	Afbouwen	Houden



AHOLD: TEGENVALLENDE RESULTATEN

3 maart 2011, slotkoers 2-3: € 9,70

Ahold rapporteerde een teleurstellende winst over het vierde kwartaal 2010, daar de marges in de Verenigde Staten bij de verwachtingen achterbleven, voornamelijk vanwege harde marktomstandigheden, maar ook omdat Ahold moeite heeft zijn

voorsprong op de concurrentie vast te houden.

Ahold rapporteerde een operationele winst in het vierde kwartaal van 330 miljoen euro en dat was duidelijk onder onze schatting van 357 miljoen euro en de consensus van 349 euro. Financiële lasten en een afboeking voor beëindigde activiteiten waren hoger dan verwacht, wat resulteerde in een nettowinst van 154 miljoen euro, terwijl wij rekenden op 205 miljoen euro.

Het wordt lastiger om in de toekomst marktaandeel te winnen in de Verenigde Staten en dat resulteert in een beperkte operationele leverage in een moordend competitieve markt. Bovendien is de groei in Nederland solide, maar er is daar geen ruimte voor hogere marges. Het dividendvoorstel en de aandeleninkoop zijn positief, maar bieden geen compensatie voor de verzwakking van de operationele trends.

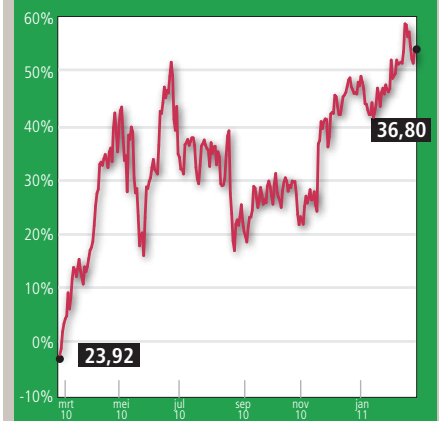
Zoals verwacht liet Ahold zich niet uit over de vooruitzichten voor 2011. Ceo Boer ver-

wacht dat 2011 een uitdagend jaar zal blijven voor de voedingsdetailhandel. Gezien de marktcondities in de Verenigde Staten en het ontbreken van ruimte voor hogere marges in Nederland, hebben we ons advies verlaagd van Bijkopen naar Houden met als koersdoel 10,00 euro. ■

Adviesgeschiedenis

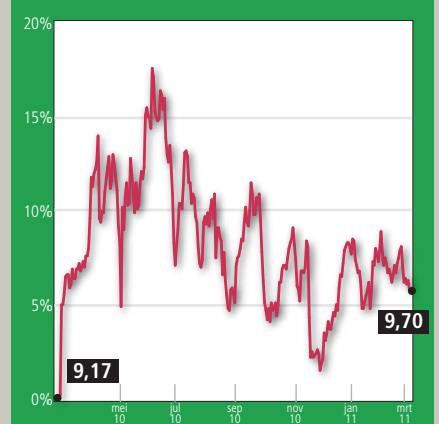
Datum	Advies	Koersdoel	Actuele koers
02-03-11	Houden	10,00	9,70
22-11-10	Kopen	12,50	9,40
04-06-10	Kopen	13,00	10,55
05-03-10	Kopen	12,00	9,63
18-11-09	Kopen	11,50	9,07
21-08-09	Bijkopen	10,00	8,49
28-07-09	Kopen	10,00	8,04
29-05-09	Kopen	11,00	8,56
18-06-08	Kopen	12,00	9,04
28-03-08	Kopen	11,50	9,37
07-03-08	Kopen	11,00	9,06

BOSKALIS



Beurswaarde	3,8 mrd	Wpa 2011T	2,34
Omzet 2009	2,2 mrd	Wpa 2012T	2,55
Nettowinst 2009	228 mln	Koersdoel	42,00
Dividend 2009	1,19	Advies	bijkopen

AHOLD



Beurswaarde	11,6 mrd	Wpa 2011T	0,92
Omzet 2010	29,5 mrd	Wpa 2012T	0,99
Nettowinst 2010	853 mln	Koersdoel	10,00
Dividend 2010	0,29	Advies	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:

