



ICT: DUITSE GROEIMOTOR STOPT

25 maart 2011, slotkoers 24-3: € 5,22

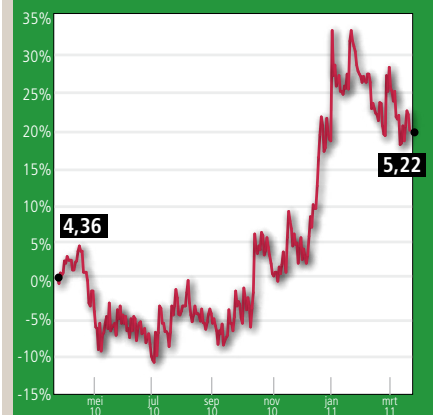
Hoewel we al terughoudend waren over Duitsland, was de tweede helft van 2010 teleurstellend. Het plotselinge vertrek van vijftig à zestig medewerkers in de eerste jaarthelft werd gevolgd door nog eens dertig à veertig. Dit betekent dat Duitsland in een jaar tijd bijna 40 procent van zijn medewerkers heeft verloren. De situatie is nu gestabiliseerd, wat hoopgevend is, en de nieuwe ceo is de werving aan het versnellen. Duitsland kwam in het vierde kwartaal van 2010 in de rode cijfers en naar verwachting zal de eerste helft van 2011 geen significante verbetering laten zien.

De scherpe teruggang betekent dat Duitsland een groot deel van zijn aantrekkelijkheid als groeimotor voor het hele bedrijf verliest. Voordat de medewerkers vertrokken, waren de Duitse activiteiten goed

voor 30 procent van de totale omzet en op weg om te groeien naar 40 procent dankzij een structureel hogere autonome groei en acquisities. Bij een dergelijke bijdrage zou het Duitse onderdeel een schaal hebben om het groeitempo van de hele groep op te sturen.

De Nederlandse activiteiten laten een solide verbetering zien, hoewel de winstgevendheid in de tweede jaarthelft iets onder de taxatie leek te blijven. We denken nog steeds dat ICT turn-aroundmogelijkheden biedt, maar we moeten eerst het bewijs zien dat het Duitse onderdeel weer terug kan keren naar solide structurele groei. We verlagen het advies voor ICT van Kopen naar Houden en ons koersdoel van 6 naar 5,50 euro. We hebben onze wpa-taxaties teruggebracht van 0,69 naar 0,51 euro voor 2011 en van 0,82 naar 0,65 euro voor 2012. ■

ICT AUTOMATISERING



Beurswaarde	46 mln	Wpa 2011T	0,51
Omzet 2010	84,5 mln	Wpa 2012T	0,65
Nettowinst 2010	6,4 mln	Koersdoel	5,50
Dividend 2010	0,29	Advies	houden

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
24-03-2011	Kopen	Houden

DOCDATA: EUROPESE SPECIALIST IN E-COMMERCE

4 maart 2011, slotkoers 3-3: € 10,60

De resultaten van Docdata waren erg sterk. De organische groei van e-commerce was ongelooflijk hoog, wat laat zien hoe Docdata profiteert van de sterke groei in e-commerce. De e-commerceactiviteiten (exclusief Media) rapporteerden een groei van 67 procent, of zo'n 36 procent autonoom, inclusief een beetje rugwind van het Britse pond. De autonome groei komt voornamelijk van de Duitse en Nederlandse activiteiten en kwam van bol.com, maar ook van nieuwe klanten, met name Zalando.

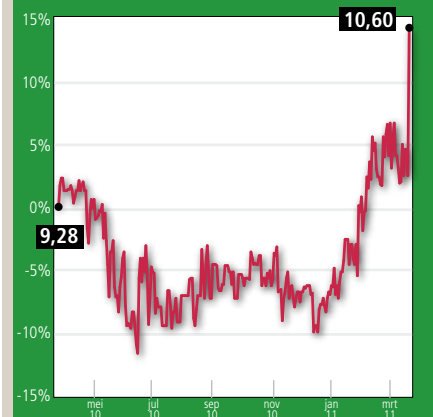
De brutomarges daalden substantieel, omdat Docdata aanvankelijk het volume niet kon hanteren met de beschikbare capaciteit aan personeel en opslagruimte. Een tweede element was dat het hogere volume een lagere prijs per transactie bewerkstelligde. Het management heeft aangegeven een deel van het logistieke probleem te hebben opgelost (in 2011 wordt een nieuw

groot magazijn gehuurd, waarin verschillende activiteiten worden samengevoegd). Dit betekent dat de marges in 2011 wat zullen herstellen, terwijl de autonome groei nog steeds solide zal zijn.

Docdata zal zich in 2011 focussen op een verdere stroomlijning van de organisatie om de verwachte aanhoudende hoge groei (10-20%) aan te kunnen nu Zalando, Brands4Friends, bol.com, Bijenkorf en V&D profiteren van een verdere groei van de onlineverkoop. Docdata gaat ook een geografische expansie onderzoeken en is al van plan om Zalando te volgen naar Frankrijk, een stap die zo elders kan worden gekopieerd.

Gegeven de ongelooflijke autonome groei in 2010, de vooruitzichten voor de klanten van Docdata en het feit dat de marges zullen verbeteren, verhogen we ons advies van Bijkopen naar Kopen bij een nieuw koersdoel van 13,50 euro. ■

DOCDATA



Beurswaarde	70 mln	Wpa 2011T	1,07
Omzet 2010	104mln	Wpa 2012T	1,46
Nettowinst 2010	4 mln	Koersdoel	13,50
Dividend 2010	0,35	Advies	kopen

Advieswijziging(en) afgelopen 12 maanden

Datum	Oud advies	Nieuw advies
03-03-2011	Bijkopen	Kopen

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:

