

8 710966 254905 >

B

tipblad voor beleggers

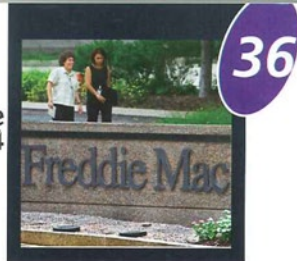
ELEGGINGsexpres

BEURSEXPRES.nl financieel dagblad

5 september 2009

€5,25

Angst neemt weer toe
blz. 4



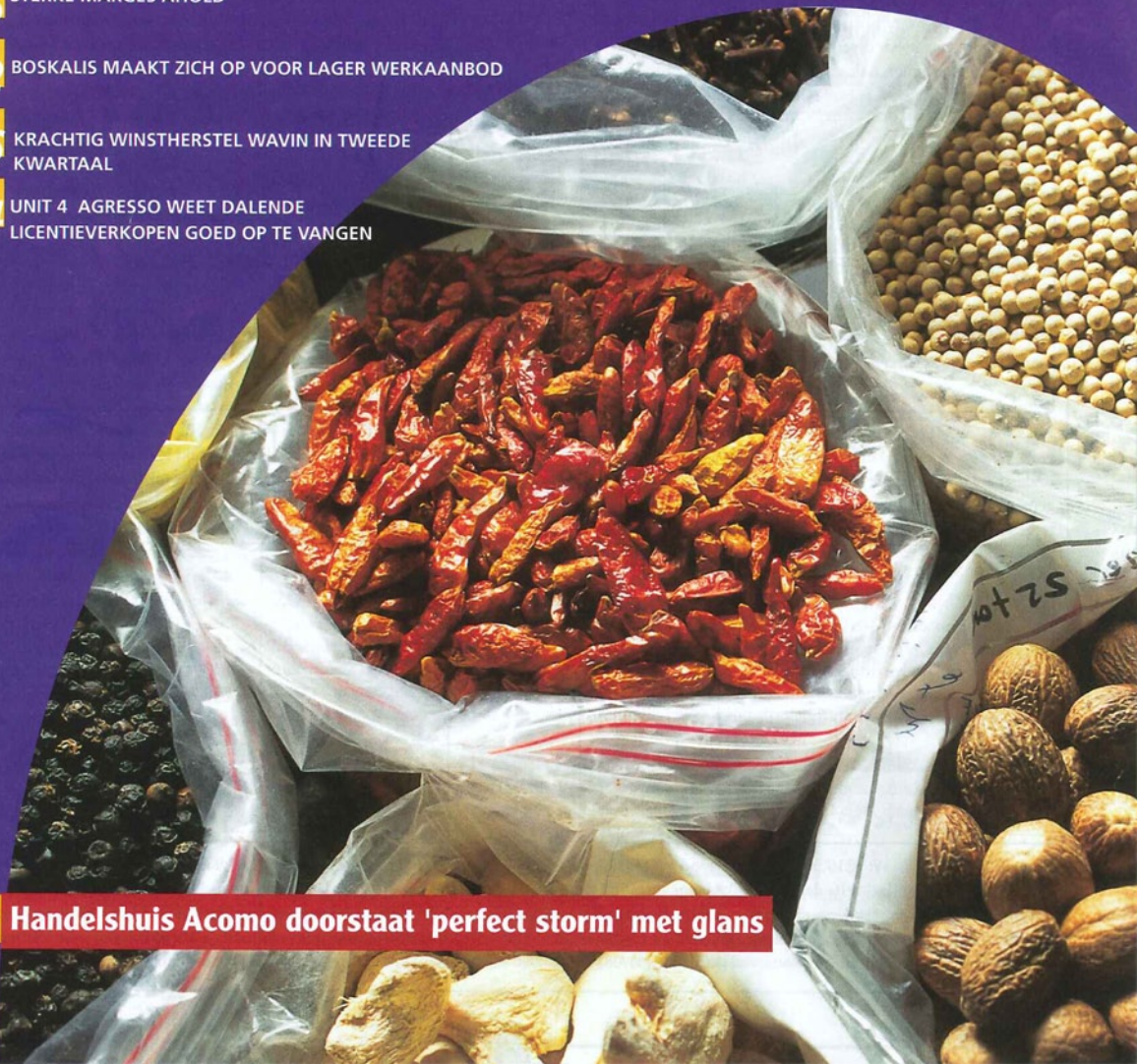
5 **STERKE MARGES AHOLD**

12 **BOSKALIS MAAKT ZICH OP VOOR LAGER WERKAANBOD**

16 **KRACHTIG WINSTHERSTEL WAVIN IN TWEDE KWARTAAL**

24 **UNIT 4 AGRESSO WEET DALENDE LICENTIEVERKOPEN GOED OP TE VANGEN**

6 **Handelshuis Acomo doorstaat 'perfect storm' met glans**



Handelshuis Acomo doorstaat 'perfect storm' met glans

Ondanks de zware economische recessie en de forse duikeling van de grondstofprijzen vanaf de tweede jaarhelft van 2008 wist Amsterdam Commodities (Acomo) vorig jaar de recordwinst van 2007 bijna te evenaren. Over de eerste helft van 2009 werd zelfs een hogere winst geboekt. Het in de perceptie van beleggers volatiele handelshuis demonstreert daarmee niet alleen dat het ook onder de meest turbulente omstandigheden een stabiele prestatie weet neer te zetten, maar ook dat het de risico's die inherent zijn aan de grondstoffenmarkten goed onder controle heeft.



Het op de lokale markt van Euronext Amsterdam genoteerde Acomo is actief met de handel en distributie van natuurlijke grondstoffen en ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie en van verwerkte landbouwproducten. Voorts heeft het handelshuis een 42,52% belang in RCMA Commodities Asia (RCA), dat met een jaaromzet van \$1,3 miljard in 2008 wereldwijd een van de grootste spelers is in de handel en distributie van natuur- en synthetisch rubber. Acomo NV functioneert als een holding met

de 100% dochterondernemingen: Catz International, Tefco Food Ingredients en Snick Euroingredients. De deelneming in RCA wordt niet geconsolideerd en was vorig jaar goed voor grofweg een kwart van het resultaat voor belasting. RCA beleefde echter in 2008 een topjaar dankzij de met gemiddeld 30% gestegen rubberprijzen. De geconsolideerde activiteiten bevinden zich in de voedingsmiddelenindustrie en zijn daardoor minder volatiel. De hoofdmoot wordt hier gevormd door Catz, dat opgericht is in 1856 en handelt

in meer dan 100 specerijen, noten en zuidvruchten, zoals peper, kruidnagel, gember, koriander, peterselie, dadels en amandelen. Catz boekte in 2008 met circa 45 medewerkers een omzet van €164 miljoen en een winst voor belasting van €9,5 miljoen, respectievelijk circa 94% en 86% van de geconsolideerde omzet en winst voor belasting van Acomo. Het in 2006 overgenomen Tefco draaide vorig jaar een jaaromzet van meer dan €11 miljoen en een winst voor belasting van bijna €1,0 miljoen. Tefco is in de Benelux

actief als distributeur van natuurlijke ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie zoals gistproducten, natuurlijke smaak- en kleurstoffen en vruchtenpoeders. Afzetgebieden zijn de bakkerij-, zoetwaren-, dranken- en de 'savoury foods' industrie. De activiteiten



CEO Stéphane Holvoet

in deze markt werden begin dit jaar versterkt door de overname van de Belgische distributeur en menger van ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie Snick Euroingrediënten. Het assortiment van Snick omvat meer dan 300 culinaire ingrediënten en mélanges zoals vispoeders, bouillons, braadaroma's, kaasproducten, vullingen, marinades en kruidenpasta's. Het bedrijf, dat voornamelijk de Benelux als afzetgebied heeft, boekte vorig

jaar op een omzet van ruim €5 miljoen en nettowinst van €750.000.

Diversificatiestrategie

De recente overnames in de markt van ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie sluiten aan bij het streven om de activiteiten te diversifiëren. Uitbreiding in 'niche' producten voor de voedingsmiddelenindustrie waarbij Acomo naast de traditionele groothandelsfunctie ook meer waarde kan toevoegen heeft de voorkeur. De overname van Snick Euroingrediënten, dat ook eigen mélanges produceert, past daar prima bij en vormt tevens een goede aanvulling op Tefco. Alhoewel de bijdrage aan de totale omzet van Acomo nog bescheiden te noemen is, biedt deze voor Acomo relatief nieuwe markt op de lange termijn een aantrekkelijk groeipotentieel met bovengemiddelde winstmarges. Bovendien zijn er vanwege het gefragmenteerde karakter van de markt volop mogelijkheden om te acquireren, zo laat bestuursvoorzitter Stéphane Holvoet ons weten. De pijlen zijn gericht op bedrijven met een omzet tussen de €3 en €25 miljoen, maar ook grotere overnames worden niet uitgesloten. Acquisities worden niet gepleegd om omzet bij te kopen. Voor overnames geldt dat zij direct aan de winst per aandeel moeten bijdragen en een rendement op het geïnvesteerd vermogen van 15% moeten opleveren. Snick Euroingrediënten voldoet aan deze normen en blijft net als de andere bedrijven onder de paraplu van

Acomo zelfstandig opereren met een eigen management. Makkelijk te behalen kostenbesparingen in bijvoorbeeld huisvesting worden niet direct gezocht, zo vertelt Holvoet, maar synergie op bijvoorbeeld het commerciële vlak wordt wel degelijk nagestreefd. Het gaat dan vooral om het benutten van cross selling mogelijkheden.

Financieringsruimte

Met de sterke solvabiliteit van 52% eind juni beschikt Acomo over voldoende slagkracht om overnames te financieren. Analisten van SNS Securities gaven in een recent uitgegeven rapport aan dat de jaarlijkse vrije kasstroom na de riant dividenduitkeringen van Acomo vrij beperkt is, waardoor er meer schuld op de balans genomen moet worden dan wel een aandelenemissie dient plaats te vinden om (grotere) overnames te financieren. Zij verwachten echter dat Acomo eerst de leverage zal vergroten eer het een emissie overweegt en geven daarbij aan dat de balans een financieringsruimte biedt van €10-€15 miljoen. In een reactie daarop stelt Holvoet dat tot €20 miljoen een haalbare kaart is. Een eventuele desinvestering van het belang in RCA, dat voor ruim €13 miljoen in de boeken staat en waarvan SNS Securities de waarde schat op circa €15 miljoen, noemt Holvoet slechts een 'theoretische mogelijkheid' en zeker niet iets wat op korte termijn speelt. Om een grotere

foelie





overname te financieren zal eerder een emissie overwogen worden. Acomco heeft immers niet voor niets al 100 jaar een beursnotering. De aandeelhouders hoeven in elk geval niet bang te zijn dat de overnamestrategie ten koste gaat van de riante pay-out van circa 60% van het nettoresultaat. De relatief hoge pay-out is weliswaar geen harde garantie, maar Holvoet maakt wel duidelijk dat er een consistent dividendbeleid wordt nagestreefd. Acomco wil een stabiele en betrouwbare partner zijn voor zijn klanten, medewerkers en aandeelhouders, aldus de topman.

Het groeipotentieel van de relatief nieuwe activiteiten in de markt van ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie is groter dan dat van Catz en RCA. Holvoet denkt dat deze bedrijven in staat moeten zijn om op eigen kracht een omzetgroei te boeken van tussen de 3% en 5% per jaar, maar stelt daarbij nadrukkelijk dat prijschommelingen van met name rubber op jaarbasis een grote

invloed hebben. Verder kunnen de volumes bij vooral RCA van jaar tot jaar sterk uiteenlopen, daar het bedrijf afhankelijk is van de cyclische auto-industrie. Overnames staan bij beide bedrijven minder goed op het vizier. Catz zal sowieso geen acquisities plegen om volume toe te voegen want dat kan het ook op eigen kracht, zo geeft Holvoet aan, maar het kan wel zijn dat via overnames het productenassortiment uitgebreid wordt. Vanuit geografisch perspectief hoeft er niet overgenomen te worden aangezien Catz in de belangrijkste markten al actief is. Bij RCA speelt expansie naar andere landen wel. Zo is bijvoorbeeld vorig jaar een vestiging in China geopend. In de toekomst ligt het voor de hand dat RCA hechter gaat samenwerking met rubberproducenten. Eigen productie wordt niet overwogen, zo geeft Holvoet aan.

Gang van zaken

Acomco kan over de afgelopen tien jaar een

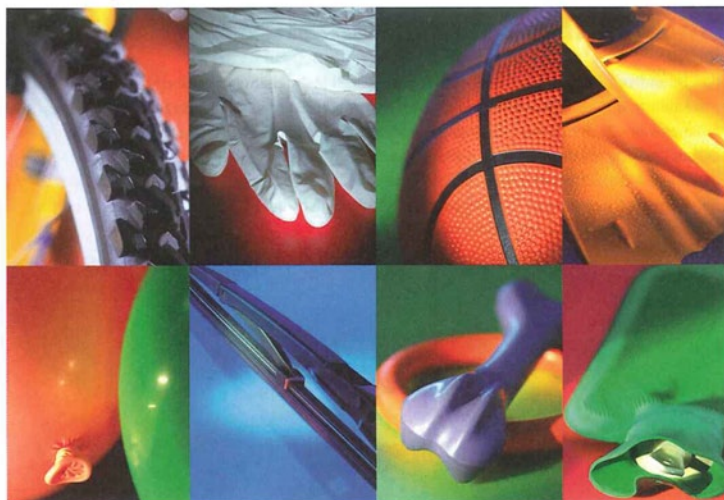
ijzersterk track record overleggen. De winst steeg door de economische cyclus heen van €2,9 miljoen in 1999 naar €8,7 miljoen in 2008. Vorig jaar werd het recordresultaat uit 2007 van €8,8 miljoen vrijwel geëvenaard. En dat is gezien de kentering in het economische klimaat en de forse daling van de grondstofprijzen die zich in de tweede jaarhelft voordeden geen onverdienstelijke prestatie. De winstverdubbeling van RCA had hierin een groot aandeel, maar ook Catz hield de voeten redelijk droog. In feite hadden de traders van Acomco in de tweede helft van 2008 te maken met een 'perfect storm', waarin de prijzen van veel grondstoffen met een nog nooit eerder vertoonde snelheid in elkaar duikelden en het risico op wanbetalingen van debiteuren explosief toenam. De risico beheersingssysteemen, waaraan Acomco vanzelfsprekend veel aandacht besteedt, doorstonden de beproeving met verve en de traders bewezen hun expertise. De traders profiteerden van de hoge volatiliteit door in de eerste jaarhelft in

te spelen op de sterke prijsstijgingen en in de tweede jaarhelft op de prijsdalingen. RCA kon zodoende de nettowinst ruimschoots verbuizen van \$3,8 miljoen naar \$8,9 miljoen. De rubberprijzen kwamen gemiddeld genomen nog 30% hoger uit, maar zakten in de tweede jaarhelft met maar liefst bijna 70%. De handelaren bij RCA hadden hierop geanticipeerd en zich na het berekenen van de all time highs in juli voorzichtig opgesteld.

Catz boekte vorig jaar een licht lagere nettowinst en kon derhalve de schade van het economische geweld beperkt houden. De lagere prijzen resulteerden in een lagere financieringsbehoefte waardoor de rentelasten sterk daalden. Daarnaast slaagt Catz erin om de risico's te verkleinen door een breed productenassortiment te voeren. Wereldwijd handelt Catz in meer dan honderd producten, waarbij eigenlijk geen enkel product een significant deel van de omzet vertegenwoordigt. Hoewel er tussen de verschillende productgroepen nauwelijks een onderscheid te maken is voor wat betreft de risico's en winstmarges, is de omzet voor organisatorische redenen en informatieve doeleinden opgedeeld in drie categorieën: Tropische producten (51,7% van de omzet), Noten en Gedroogde zuidvruchten (39,7%) en Andere producten (8,6%). Vanuit geografisch opzicht wordt de omzet voornamelijk behaald in Nederland, andere landen binnen de Eurozone en de Verenigde Staten.

Halfjaarcijfers

Ook in de eerste helft van 2009 waren de marktomstandigheden nog lastig. De prijzen van veel grondstoffen zijn weliswaar al weer sterk opgelopen maar liggen ten opzichte van de vergelijkbare periode in 2008 nog een stuk lager. Verder ligt de vraag vanuit de voedingsmiddelenindustrie op een lager niveau en is die vanuit de auto-industrie compleet ingestort. Desalniettemin wist Acomo de nettowinst met 9,6% op te voeren naar €3,6 miljoen, bij een omzetzakking van 8% naar €77,3 miljoen. Zowel de holdingkosten als de financieringskosten kwamen aanzienlijk lager uit. Catz blijft met afstand de grootste bijdrage leveren aan het geconsolideerde resultaat met een 10% hogere winst voor belasting van €4,9 miljoen. Door de lagere



prijzen kwam de omzet wel 11% lager uit op €70 miljoen. De volatiele handelsomgeving bleef kansen creëren voor de traders. Tefco kon het recordresultaat daarentegen niet vasthouden en boekte een winst voor belasting van €357.000 (H1 2008: €592.000). Het per begin februari 2009 geconsolideerde Snick Euroingrediënten droeg voor €230.000 bij aan het nettoresultaat. De niet geconsolideerde deelneming in RCA leverde tot slot een verlies op van €187.000, tegenover een winst van €275.000 in het eerste halfjaar van 2008. De omzet bij RCA kwam 35% lager uit. De vraag naar rubber vanuit de Amerikaanse en Europese auto-industrie kwam zoals gezegd vrijwel compleet stil te liggen. China maakte echter gebruik van de lagere prijzen en bouwde strategische voorraden op wat enige compensatie bood. Inmiddels zijn de rubberprijzen sinds begin dit jaar al weer met circa 40% opgelopen.

Beleggingsopinie

Het bestuur van Acomo onthoudt zich traditiegetrouw van het geven van een concrete winstprognose. De aard van de activiteiten leent zich daar ook niet voor. Een herstel van de vraag vanuit de auto-industrie zal tot hogere volumes leiden, maar prijsbewegingen zijn onvoorspelbaar. Met de uitstekende cijfers laat Acomo echter zien dat het

kan profiteren van zowel opgaande als neergaande prijsontwikkelingen. Het al jaren ver boven de 20% uitkomende rendement op het eigen vermogen spreekt wat dat betreft ook boekdelen. Een situatie waarin de vraag en prijzen langdurig op een laag niveau blijven, gecombineerd met een lagere volatiliteit, kan niettemin gevolgen hebben voor omzet en resultaat in het huidige boekjaar, zo wordt gewaarschuwd.

Acomo heeft zich door de jaren heen als een trouwe dividendbetaler bewezen en uit de woorden van Holvoet kan opgemaakt worden dat hierin geen verandering zal komen. Wij gaan er vanuit dat het dividend dit jaar gehandhaafd wordt op €0,35 per aandeel. Er is reeds een interim dividend uitgekeerd van €0,10 per aandeel, zodat nog een slotuitkering resteert van naar verwachting €0,25 per aandeel. Het mooie dividendrendement zal menig belegger aanspreken. De expansie in de markt van ingrediënten voor de voedingsmiddelenindustrie is bovendien veelbelovend en zal het risicoprofiel doen verbeteren. Gegeven de onzekere marktomstandigheden lijkt het aandeel op dit moment echter fair gewaardeerd, zodat we met een houdadvies volstaan.

**Publicatiedatum website 1 september op €4,46. Door J. Boogaard. Auteur heeft op het moment van schrijven geen positie in Acomo.*