

Palmolie: rooskleurige vooruitzichten .....	1
Thrombogenics: met dank aan Genentech.....	3
Pinguin: herstructureringsverhaal bij uitstek .....	6
Baissecombinaties op .....	9
Haussecombinaties op Transocean .....	10

## Palmolie: rooskleurige vooruitzichten

**Profiteren van het groeipotentieel van palmolie, een onvervulbare droom?** Toch niet, want via **Socfinasia** proberen we dat al enkele jaren te doen in onze voorbeeldportefeuille. Dat groeipotentieel kwam de voorbije weken op nieuw op de voorgrond door een gevoelige stijging van de palmolieprijs tot 1600 Maleisische ringgit (MYR)/ton in Kuala Lumpur en 500 USD/ton in Rotterdam: het hoogste niveau sinds begin 2004. Zoals bij zoveel andere grondstoffen profiteert ook palmolie van het groeiverhaal in Azië en China. In de westerse landen bedraagt de gemiddelde consumptie van oliën en vetten ongeveer 50 kilo/jaar. In China en India is dat maar 15 kilo. Maar in die landen woont wel 1/3 van de wereldbevolking. Dat biedt een enorm potentieel voor een verdere inhaalbeweging. Het jaarlijkse verbruik van vetten en oliën zou de komende twee decennia met meer dan 3% kunnen groeien. Dat betekent dat er 60 miljoen ton extra productie nodig is, bijna de helft meer dan vandaag.

**En daarbij is een hoofdrol weggelegd voor palmolie. De voorbije kwarteeuw is de wereldwijde productie van palmolie verzesvoudigd. Dat is een veel sterkere groei dan die van sojaolie, de belangrijkste concurrent van palmolie binnen de oliehoudende zaden.** Palmolie heeft vandaag een marktaandeel van zowat 30%, het dubbele van in 1980. **Binnenkort zal palmolie de koppositie overnemen van sojaolie dankzij aantal voordelen.** De palmolievruchten hangen immers 20 à 25 jaar aan de bomen met na 10 à 15 jaar een piekproductie, terwijl soja jaarlijks ge plant moet worden. Bovendien is sojaolie slechts een bijproduct van soja, dat hoofdzakelijk als veevoeder wordt gebruikt. De palmolievrucht wordt voor 90% gebruikt voor olie. Ook is soja gevoeliger voor klimatologische omstandigheden. En het belangrijkste is misschien wel dat palmolie 4 ton olie per hectare levert, het tienvoud van soja.

### Biobrandstof

Traditioneel is palmolie gericht op de voedingsindustrie, de cosmetica, plastics en zelfs de farmacie. **Maar door de spectaculaire stijging van de aardolieprijs is daar de jongste tijd een toe passingsgebied bijgekomen met heel veel potentieel: biobrandstof.** In het geval van biobrandstof hebben we het dan meer specifiek over biodiesel. Er is de productie van ethanol via maïs in de VS en via suiker in Brazilië. **Een andere reële piste is het gebruik van oliehoudende zaden voor de productie van biodiesel: in Europa vooral kool- en raapzaadolie en in Azië palmolie.**

De recente stijging van de palmolieprijs werd gevoed door de beslissing van de overheden in Maleisië en Indonesië om 40% van de eigen productie te gebruiken voor biodiesel. In verhouding tot andere grondstoffen voor biobrandstof is palmolie nog laag geprijsd. Daarom verwachten enkele specialisten een verdere stijging van de palmolieprijs van 20 à 25% voor de komende 6 tot 12 maanden. Het gebruik van biobrandstoffen neemt in elk geval sterk toe. Zo steeg het gebruik van oliehoudende zaden voor de productie van biodiesel vorig jaar met liefst 80% en de productie in Europa moet tegen 2008 nog eens verdubbelen om op schema te blijven van de eigen

opgelegde doelstelling (tegen 2010 moet 5,75% van alle brandstoffen uit biobrandstoffen bestaan).

### Nu ook turbo's

**Tot nog toe waren de beleggingsmogelijkheden voor particulieren relatief beperkt.** Het betrof een aantal individuele plantagewaarden met focus op palmolie. Op de beurs van Londen noteren er enkele, zoals *REA Holdings*. Op *Euronext Brussel* is er maar één volwaardige mogelijkheid: **Sipef**, dat ook in onze checklist is opgenomen (naast het in Luxemburg genoteerde Socfinasia).

Sipef en Socfinasia zijn aan elkaar gewaagd. Socfinasia heeft in de voorbeeldportefeuille de voorkeur gekregen omwille van het wat defensievere karakter door het feit dat de Luxemburgse holding sinds enkele jaren weer een stevige en jaarlijks stijgende couponbetaler is.

**Maar nu is er een nieuwe, rechtstreekse beleggingsmogelijkheid voorzien door ABN Amro.** De Nederlandse financiële instelling heeft immers **4 Palmolie Future turbo's** gelanceerd (2 long, gericht op een prijsstijging, en 2 short, gericht op een neerwaartse tendens), met als basis de prijs in Kuala Lumpur. Turbo's (of mini's in Duitsland) zijn afgeleide producten, te vergelijken met opties en futures. Alleen is er geen uitoefenprijs of afloopdatum. Er is echter wel een stoplossniveau, dat trouwens trimestrieel wordt aangepast. Zakt de onderliggende waarde – de palmolieprijs – in geval van de turbo long onder de stoplossprijs of stijgt de onderliggende waarde boven de stoploss in het geval van de turbo short, dan bent u het grootste deel van het geïnvesteerde geld onherroepelijk kwijt: beleggingsproducten met een hoger dan gemiddeld risico. Dat hogere risico wordt wel gecompenseerd door de hefboomwerking. Dat wil zeggen dat een 1%-variatie in de palmolieprijs een grotere verandering in de prijs van de turbo tot gevolg heeft. Er is telkens een turbo met een grote hefboom, maar ook met een stoploss relatief dicht bij de huidige koers en een minder risicovolle met een lagere hefboom, maar ook een stoploss die vandaag een koersvariatie van meer dan 30% toelaat voor u wordt uitgestopt.

*Met de voorbeeldportefeuille zijn we al bijna 4 jaar via Socfinasia (317 EUR) in de rooskleurige toekomst van palmolie belegd, onze grootste individuele aandelenpost trouwens. Vandaag is dit aandeel eerder te behouden, en niet echt een koopje meer. Minstens een deel van die goede perspectieven zit al in de huidige koers verrekend. Een alternatief, weliswaar risicovoller, is een Palmolie Future Turbo long. Om de risico's binnen de perken te houden, gaat onze voorkeur uit naar de turbo met een stoploss op 1000 MYR en een hefboom van 2,4 (ISIN-code NL0000074110). Via steeds meer banken kunt u gemakkelijk beleggen in certificaten en turbo's/mini's van ABN Amro.*

<b>Naam (ISIN-code)</b>	<b>Stop loss</b>	<b>Hefboom</b>	<b>Laatkoers(*)</b>
Palmolie Future Turbo Long (NL0000074110)	1000	2,4	14,2
Palmolie Future Turbo Long (NL0000074102)	1400	5,2	6,4
Palmolie Future Turbo Short (NL0000074128)	2200	2,0	17,7
Palmolie Future Turbo Short (NL0000074136)	1800	4,4	8,4

Bron: ABN Amro ([www.abnamromarkets.nl](http://www.abnamromarkets.nl))

(\*): laatkoers = prijs waartegen u de turbo kunt aankopen

# Thrombogenics: met dank aan Genentech

Een derde beloftevol en weinig bekend biotechbedrijf op Euronext Brussel is Thrombogenics. Toch heeft deze onderneming verschillende middelen in de pijplijn die op verschillende manieren bloedklonters bestrijden. Via microplasmine wil de onderneming een doorbraak forceren.

## Rijke achtergrond

Thrombogenics werd in 1998 boven de doopvont gehouden, maar de oorsprong gaat terug tot het begin van de jaren 80. Toen slaagde de huidige CEO, *Désiré Collen*, er met zijn team in om voor het eerst tissue plasminogen activator (tPA) te produceren. Die stof lost proppen op in de bloedbaan of bloedvaten en bestrijdt tromboses. *Genentech* nam een licentie op tPA, ontwikkelde een geneesmiddel en commercialiseerde het. De Amerikaanse biotechgroep verkocht voor verschillende miljarden USD aan tPA-geneesmiddelen en stortte over de jaren heen alles samen 144 miljoen USD aan royalty's aan Collen en zijn entourage. Sinds de oprichting van Thrombogenics brachten die Genentech betaalden 51 miljoen USD in het laatste jaar. Voeg daar de 12,8 miljoen USD van de Amerikaanse VC groep East Hill Management en de 7,5 miljoen EUR aan onderzoekssubsidies van verschillende instellingen aan toe en we hebben het budget waar het huidige Thrombogenics en zijn pijplijn op is gebouwd. In april van dit jaar kwam er een einde aan die regelmatige betalingen van Genentech en aangezien de inkomsten op productverkoop en nieuwe royalty's nog enkele jaren op zich zullen laten wachten, koos het bedrijf ervoor om via een beursintroductie de nodige extra middelen bij elkaar te krijgen.

## Staphylokinase

Thrombogenics bouwt nu voort op zijn kennis en expertise van weleer en ontwikkelt nieuwe trombolitica met een betere efficiëntie, een beter profiel op het vlak van nevenwerkingen en een lagere productiekost. Eerste in de rij en het verst gevorderd is Staphylokinase, dat eigenlijk een opvolger is van tPA: het is een middel tegen bloedproppen die hartinfarcten veroorzaken. In vergelijking met tPA is het minstens even efficiënt. Het probleem is echter dat het fase III-onderzoeksproces in de westerse wereld veel te duur is en de mogelijke opbrengsten te klein zijn tegenover het gelopen risico. Van daar de keuze van Thrombogenics om partners in ontwikkelingslanden zoals China en India te zoeken om in eerste instantie de veel goedkopere onderzoeken te financieren en in tweede instantie het (veel goedkopere product) op de markt te brengen.

Er is wel degelijk vraag naar Staphylokinase, want in grote delen van de wereld is tPA onbetaalbaar. Thrombogenics staat kort bij een overeenkomst. We verwachten dat het product tegen 2008 of 2009 op de markt komt en royalty's van minstens 20% zal opleveren. Staphylokinase moet volgens het management enkele miljoenen EUR per jaar opleveren. Wij gaan uit van 3 à 4 miljoen EUR per jaar in de periode 2010-2013.

## Microplasmine: de opportuniteit

Staphylokinase is slechts een appeltje voor de dorst, het potentieel zit in microplasmine. Het is een klonteroplosser die Thrombogenics ontwikkelt voor oogafwijkingen en de behandeling van cardiovasculaire aandoeningen. Microplasmine lost bloedklonters op zonder dat er vrij plasminogeen aanwezig dient te zijn in het bloed. Hier zit de doorbraak en het verschil met bestaande bloedklonteroplossende geneesmiddelen, die enkel werken in aanwezigheid van plasminogeen in het bloed. Microplasmine zou op een efficiëntere en snellere manier de klonters moeten kunnen oplossen. Het zou ook minder nevenwerkingen hebben zoals bloedingen.

Op cardiovasculair vlak heeft het bedrijf fase IIa-onderzoeken lopen voor microplasmine bij hersentrombose, hersenstamtrombose en slechte bloedcirculatie in de benen. Hersen

trombose heeft een enorm potentieel omdat het naast de eerder aangestipte voordelen de mogelijkheid biedt om patiënten 9 tot 12 uur na de aandoening nog te kunnen behandelen. Met de huidige middelen is dat slechts 3 uur na de trombose mogelijk, waardoor slechts 3% kan worden behandeld. Tegen de tweede helft van 2007 zal de studie beëindigd zijn, tot nu toe loopt volgens CEO Collen alles naar wens. Het is goed mogelijk dat Thrombogenetics eenmaal het middel zich op de drempel van fase III bevindt op zoek gaat naar een kapitaalkrachtige partner. De overige twee indicaties bieden kleinere marktopportunities. Het fase II-onderzoek naar hersenstamtrombose is vorige week gestart maar mogelijk schroeft het management het onderzoek naar slechte bloedsomloop in de benen terug om meer middelen vrij te maken voor andere onderzoeken.

### **Niet uit het oog verliezen**

Op het vlak van oogaandoeningen kan het bedrijf elk moment starten met fase IIb-onderzoek voor het bepalen van de optimaal toe te dienen doses om het glasvocht los te maken voor een heelkundige in greep. Zonder dit middel moeten chirurgen het glasvocht zelf lossnijden en zijn heel wat complicaties mogelijk. Tegen eind 2007 moet microplasmine voor deze toepassing klaar zijn voor fase III. Ook voor dit middel zal Thrombogenetics een belangrijke beslissing moeten nemen. Gaat het zelf de 15 à 20 miljoen EUR voor de studies ophoesten of zoekt het een partner? Tot nu toe laat de groep de twee opties open. Het staat buiten kijf dat hoe langer de groep het aantrekken van een partner kan uitstellen, hoe hoger de opbrengsten zullen zijn.

Op de vijf projecten in preklinische fase is het moeilijker om de waarde en de kans op slagen te beoordelen. Maar het feit dat ze vertrekken van dezelfde technologie of inzichten als tPA geeft die jonge middelen toch wel een streepje voor. Het middel met het meeste potentieel is dat om bloedvatvorming te onderdrukken bij kankertumoren. Uit dierstudies is gebleken dat het actief is en minder nevenwerkingen vertoont dan de blockbuster *Avastin* van Genentech. In de tweede helft van 2007 zouden de klinische fase I-studies moeten kunnen starten. Een onontgonnen goudmijn, maar de weg naar de eerste aders is nog lang.

### **Waardevol**

De beursintroductie van Thrombogenics was ongetwijfeld een succes. Het bedrijf haalde ondanks de moeilijke beursomgeving begin juli vrij gemakkelijk 35 miljoen EUR op. Volgens CFO *Chris Buysse* heeft het bedrijf met die extra gelden op zijn minst voor twee jaar brandstof. Aan het aandeel kleef wel een hoge risicograad aangezien de eerste belangrijke geneesmiddelen, dus zonder rekening te houden met Staphylokinase, pas in 2010 of 2011 op de markt zouden kunnen komen en de mogelijkheden van de erg beloftevolle preklinische pijplijn moeilijk in te schatten zijn. Maar we gaan ervan uit dat de groep een waardevolle technologie in huis heeft die zijn nut al heeft bewezen en waar ze verder op kan bouwen. De aanwezigheid van CEO Collen, die een lange staat van dienst heeft, zien we als een garantie op succes.

## **BEPALING KOERSDOEL**

Om een biotechbedrijf te beoordelen, is het altijd belangrijk om de pijplijn te onderzoeken.

Die van Thrombogenics is in ieder geval goed gevuld. Kijken we even naar de tabel.

### **WAARDERING**

**Staphylokinase:** is voorlopig het meest ontwikkelde product bij Thrombogenics en dus ook het gemakkelijkste om uit te rekenen. Het product zal binnenkort in fase 3 komen, heeft dus 75% kans om op de markt te komen. Het bedrijf zal hiervoor royalty's ontvangen van 20-25%. We schatten de markt van Staphylokinase op 100 mln EUR omzet. Er kunnen echter nog andere indicaties bijkomen.

Waarde tussen 0,7 en 1,3 EUR p.a.

**Microplasmine (oogtoepassingen):** hier is er alvast veel potentieel en zou de marktpenetratie van Thrombogenics nog groter zijn dan bij de trombosetoepassingen. Hier mogen we mikken op een marktpotentieel tussen de 55 en 70%.

Waarde tussen 1,75 EUR en 2,65 EUR

**Microplasmine (hersens)trombose:** hier is er duidelijk meer potentieel dan bij Stapylokinase, maar de ontwikkelingsfase is iets minder ontwikkeld. Het mogelijke marktpotentieel schatten we op 1,5 tot 2 mrd EUR, het mogelijke marktaandeel tussen 30 en 45%. Ook hier zal Thrombogenics een partner proberen te strikken en royalty's ontvangen van rond 20%.

Waarde tussen 1,5 EUR en 2 EUR.

**Anti-factor VIII:** het potentieel is ook groot, maar het is te voorbarig om hier een koerspotentieel op te plakken. Afhankelijk van wanneer een partner zijn intrede zal doen, schatten we de waarde tussen de 0,25 EUR en 0,75 EUR.

**De preklinische en vroegklinische programma's** geven we een symbolische waarde van 0,5 EUR al zijn we ervan overtuigd dat de herwaardering van het aandeel, samen met de microplasmine, mogelijk van die molecules zal/kan komen.

**Cash:** rond de 35 miljoen EUR of 1,6 EUR.

Het verschil in waarde is afhankelijk van hoe lang Thrombogenics een onderzoek in huis kan houden, de toepassingsgebieden, de marktpenetratie en de te ontvangen royalty's. We schatten de waarde van het aandeel tussen 6,5 en 9 EUR. **Zoals gewoonlijk nemen we de gulden middenweg en komen tot een waardering van 7,75 EUR. Het aandeel is koopwaardig en komt ook in onze voorbeeldportefeuille. Be taal echter niet meer dan 6,3 EUR.**

## PIJPLIJN

Kandidaat-geneesmiddel	Aandoening	Ontwikkelingsstadium
Microplasmine	Oogaandoening-vitrectomie	Fase 2
	Diabetische retinopathie	Fase 2 (start Q406)
	CVA/intraveneus	Fase 2
	CVA/Intra-arterieel	Fase 2
	Perifere vasculaire occlusie	Fase 2
	Arterieel (PAOD)	
Staphylokinase	Veneus (DVT)	Fase 2 (start Q406)
	Acuut myocardinfarct	Fase 2 voltooid
Anti-Factor VIII (TB-402)	Diepe veneuze trombose (DVT)	Late preklinische fase
	Voorkamerfibrillatie	Late preklinische fase
Anti- PIGF (TB-403)	Kanker-vaste tumoren en metastasen	Preklinisch
	Leeftijdsgebonden maculadegeneratie, retinopathie	Preklinisch
PIGF ANTI-GPIB (6B4)	Coronaire hartaandoeningen	Preklinisch
	Acuut coronair syndroom	Vroegklinisch
	Trombotische trombocytopenische purpura	Vroegklinisch
Anti-VPAC	Trombocytopenie	Vroegklinisch

Bron: Thrombogenics

# Pinguin: herstructureringsverhaal bij uitstek

De West-Vlaamse specialist in diepvriesgroenten **Pinguin** liep begin deze maand, na een interview in de pers, behoorlijk in de kijker en steeg hierop met ruim 10%. Maar nadat de enige analist (*Bank Degroof*) die het aandeel Pinguin opvolgt zijn advies voor het aandeel naar afbouwen had verlaagd, was het feestje bij Pinguin heel snel achter de rug en dook het bedrijf weer terug in de anonimiteit. De teneur van het interview was nochtans interessant en heeft in ieder geval onze aandacht en interesse gewekt. De beste investeringsopportuniteiten zijn vaak degene die niemand in het vizier heeft.

Er is nochtans de jongste maanden/jaren veel veranderd bij de producent van diepvriesgroenten. Vooreerst werd de balans rond de jaarwisseling, na een kapitaalverhoging van 12,5 mln EUR, opgekuist. Daarnaast zijn de problemen in Engeland en Frankrijk achter de rug, kwam er een einde aan de deflatoire prijzendruk in diepvriesgroenten, wordt de personeelsbezetting geoptimaliseerd en last but not least deed de gere-nommeerde familie *Deprez* haar intrede in het kapitaal. Naar onze mening te veel elementen om het bedrijf te negeren en een mogelijk interessante investerings opportuniteit links te laten liggen. We namen daarom onze auto en trokken naar de heer *Herwig Dejonghe* (CEO) en *Steven D'haene* (CFO) in het West-Vlaamse Lange mark, een gemeente vol met akkergronden.

## Pinguin in een notendop

Om het herstructureringsverhaal van Pinguin te begrijpen, moeten we even terugblikken naar de vorige jaren. Zoals meestal het geval was voor bedrijven die naar de beurs trokken, kreeg de beursintroductie een pittige waardering mee. De IPO-prijs werd immers vastgelegd op 26 EUR, te duur uiteraard, zodat we al een argument hebben waarom de aandeelhouders van toen nog niet veel geld hebben verdiend met hun aandelen.

Het jaar 2002 is voor de groep wel heel belangrijk. In april van dat jaar nam Pinguin samen met *Lurberri* het belang van 30% van *Albert Fisher* in *Legum'Land Surgelés* (het voormalige LLS, en het huidige *Pinguin Aquitaine*) over. Pinguin verwierf daardoor een controlebelang in LLS van 52%. Maar de overnamehonger was niet gestild en een paar maanden na die acquisitie werden de activiteiten van Fisher Frozen Foods in het Verenigd Koninkrijk overgenomen toen *Albert Fisher* failliet ging. Pinguin nam een totaal vernieuwd machinepark over met een jaarcapaciteit van 110.000 ton. Maar de euforie was echter van korte duur. Pinguin kreeg een kater te verwerken door een aantal exogene omstandigheden. De Britse concurrenten van Pinguin deden er immers alles aan om het leven van de West-Vlaamse groep zuur te maken en er brak een ware prijzenoorlog uit in de Britse distributiesector.

Als klap op de vuurpijl crashten de prijzen in het segment zoete maïs. Er waren verschillende oorzaken. Vooreerst op vlak van wisselmarkten, want maïs is immers een wereldproduct waarbij ook de koers van de USD, GBP, forint en EUR een belangrijke impact kan hebben op de concurrentiepositie van Pinguin. Maar vooral de concurrentie vanuit Hongarije (+ dure EUR), de lagere lonen en een tijdelijk overaanbod, zorgden voor historisch lage verkoopprijzen van diepvriesmaïs. De Hongaarse problemen sleepten helaas te lang aan. De Hongaren hadden er op gemikt dat de Fransen door de opkomende concurrentie ook zouden stoppen met de productie van zachte maïs. Een verkeerde inschatting van de

Hongaren zou blijken, maar het kwaad was geschied. Hongarije verdubbelde de capaciteit, terwijl de Fransen helemaal niet met de productie van zachte maïs stopten. Gevolg: te veel aanbod en dus dalende prijzen. Zo erg zelfs dat de verkoopprijs onder die van de directe kosten belandde: een onleefbare situatie met andere woorden. Ter informatie: Pinguin Foods UK neemt 60% van de groepsverkoop van zoete maïs voor haar rekening. Zoete maïs is een streekgebonden product dat wordt geproduceerd door Pinguin Aquitaine in Zuid-Frankrijk. Maar deze problemen werden grondig aangepakt.

### **Pinguin slaat terug**

Na deze turbulente periode is het gemakkelijk te begrijpen waarom Pinguin een moeilijke periode achter de rug heeft en een aantal beleggers hun geduld verloren hebben. Maar zoals we al in de inleiding vermeldde, heeft Pinguin een ware metamorfose ondergaan. We zetten nu op een rij waarom we in het herstructureringsverhaal van Pinguin geloven.

- **De Britse operaties werden ge herstructureerd** en er werd voorlopig een vermindering van het productievolume doorgevoerd. Op middellange termijn wordt dat weer verhoogd. Door de zware concurrentie en prijzending hebben ook de Britse sectorgenoten van Pinguin afgezien. Pinguin zag misschien als eerste zwarte sneeuw, maar kwam ook als eerste uit de zware crisis en is relatief goed gepositioneerd om terug te slaan. Ook niet onbelangrijk is dat Pinguin de logistiek in eigen beheer nam. De Britse markt zal sowieso competitief blijven, zodat de rendabiliteit op andere segmenten moet worden gevonden: logistiek is een belangrijke schakel in de zoektocht naar hogere rendabiliteit. De Britse activiteiten zullen vanaf nu zelfs positief bijdragen tot het resultaat;
- **Een heel belangrijk element is ook dat de productie in het Franse Aquitaine fors is uitgebreid**, met erwten en bonen. Het oogst risico werd hiermee verlaagd, maar ook worden de vaste kosten beter verspreid. Ook dit komt ten goede van de rendabiliteit;
- **De stijgende vraag naar biodiesel** (+ schaarste door slechte oogstverwachtingen) heeft een invloed op de prijsspiraal (van negatief naar positief): de distributeurs halen niet het onderste uit de kan;
- **Ook in België bleef het management niet bij de pakken zitten**: vooreerst werd de structuur van de groep veranderd. Met de intrede in het kapitaal van de familie Deprez (specialist van verse groenten) werd voor een totaal andere aanpak en managementstijl gekozen. De familie is in de groentenwereld een gerenommeerde naam en is niet in het kapitaal van Pinguin gestapt om geld te verliezen. De groep had immers behoefte aan nieuwe ideeën en een nog meer dynamische aanpak;
- **Kapitaalverhoging**: Pinguin haalde in november van 2005 met de intrede van de familie Deprez 5 mln EUR op. In oktober 2006 werd 12,5 miljoen EUR opgehaald. Dat extra geld wordt ingebracht door de referentieaandeelhouders *Stichting Administratiekantoor Pinguin* (de families Deprez en Dejonghe), KBC Private Equity en Lur Berri. Met het vers kapitaal wil Pinguin investeren in de centralisatie van de logistiek en de verpakkingsactiviteiten in België, wat ook de rendabiliteit ten goede zal komen. Hiermee is de balans ook weer zuiver. Pinguin bouwt bovendien de rentedragende schulden af en dat zorgt voor de daling van de financiële kosten;
- **Balans is opgekuist**: met een gezondere balans is het gemakkelijker voor Pinguin om met de klanten te onderhandelen. Als een bedrijf het water aan de lippen staat, is het niet moeilijk voor een distributeur om het onderste uit de kan te halen. Een betere balans komt ten goede aan de prijszettingkracht van Pinguin. De nieuwe financiële toestand laat ook toe om met de banken te onderhandelen over nieuwe middelen. Deze nieuwe middelen zouden kunnen worden aangewend voor acquisities. Aangezien Pinguin al aanwezig is in Azië en in

de belangrijkste Europese markten, hopen we op een mogelijke overname in Oost-Europa;

- **Informatica wordt beter geïntegreerd:** Pinguin heeft de jongste jaren veel geïnvesteerd in de probleemdossiers en had weinig tijd voor de IT. Hier ook komt een einde, want eind mei 2007 zal het bedrijf klaar zijn met de implementatie van een SAP-systeem;

- **Interesse voor convenience:** mensen hebben tijdens de week hoe langer hoe minder tijd om te koken. Kant-en-klare voeding is daarom ook een activiteit die Pinguin in de toekomst wil ontplooiën. Vandaag is de divisie convenience op vlak van omzet (5% van de groepsomzet) nog marginaal te noemen, maar we geloven dat deze afdeling de komende jaren groeipotentieel heeft. Deze strategie is ook zinvol, want de activiteit behaalt hoge marges en is een goede afwisseling tijdens de minder drukke maanden (juni-december);

- **Efficiënter werkkapitaal:** Vorig jaar kende Pinguin een lichte stijging van het aantal uitstaande vorderingen. Daartegenover staat dat vorig jaar geen belangrijke faillissementen in het klantenbestand werden waargenomen. Bovendien werkt Pinguin met kredietverzekering. Interessant in de waardering van Pinguin is dat het management er alles aan doet om het aantal dagen klantenkrediet te verminderen. Een interessant gegeven voor de liefhebbers van berekeningsmodellen en analisten die zich enkel focussen op DCF-waarderingen;

- **Afbouw voorraad:** bedoeling van de groep is om de voorraad te doen dalen. Een technisch gegeven voor de leek, maar wel belangrijk voor de berekening van de EV of Enterprise Value (ondernemings waarde/EBITDA. In de berekeningen van hun modellen houden de analisten ook altijd rekening met de voorraden. Een nadeel, want het schept een valse perceptie van pittige waardering. Door een efficiëntere werkingskapitaal en de afbouw van de voorraden sluiten we een rerating (herwaardering) van het aandeel niet uit.

### Waarom het aandeel kopen?

Zoals u al kon ondervinden, hebben we vooral de nadruk gelegd op de kans dat het herstructureringsverhaal succesvol kan worden gerealiseerd. Aan de huidige koers is het neerwaartse potentieel in ieder geval beperkt dankzij de recente ontwikkelingen.

Een belegging in Pinguin is sowieso een investering voor meerdere jaren, zodat we de jaarresultaten niet afwachten om nu al een koopadvies te geven. De groep blijft immers actief in een sector waarin de weeromstandigheden kunnen te genvallen (al beperkt Pinguin het risico met geografische spreiding), zodat een jaar soms kan tegenvallen. Bovendien heeft de groep nog heel wat te bewijzen na 7 moeilijke beursjaren en zal het beleggersvertrouwen maar mondjesmaat herstellen. Na ons gesprek met het management zijn we er echter van overtuigd dat de zaken (voor de lange termijn) er voor het eerst sinds lang er heel goed voor staan.

**Helaas moeten we net als bij Fountain heel wat discipline vragen van de beleggers die het aandeel willen kopen. De liquiditeit van het aandeel is aan de lage kant, zodat we aandringen dat u een kooporder plaatst met een limiet. Hol de koersen in ieder geval niet achterna en betaal niet meer dan 9 EUR. Laat uw order staan en wacht geduldig tot het uitgevoerd wordt. We verhogen ons advies van houden naar koopwaardig voor de lange termijn. (\*1C)**

# Baissecombinaties op Goldman Sachs

De Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs (224,28 USD) heeft de laatste twaalf maanden een schitterend beursparcours afgelegd. Dat heeft te maken met goede resultaten, maar ook met de erg drukke fusie- en overnameactiviteit op de markt, waarvan zowat alle zakenbanken profiteren. Na zeven vette jaren volgen mogelijk kunnen zeven magere jaren. De Amerikaanse economie is immers duchtig aan het afkoelen, o.m. door de problemen op de vastgoedmarkt, en dat kan op de resultaten van Goldman Sachs wegen. U kunt op een dergelijk scenario inspelen door baissecombinaties met opties op te zetten. De langstlopende series expireren in januari 2009 en die hebben dus een looptijd van meer dan twintig maanden. We werken enkele combinaties uit, gaande van defensief tot agressief.

## Defensieve putsread

**Koop put jan 2009 230 @ 26,40 USD**

**Schrijf put jan 2009 180 @ 9,50 USD**

De gekochte put januari 2009 met uitoefenprijs 230 vormt de basis van deze putsread. Daarvoor telt u 26,40 USD neer. Om het risico te verminderen, schrijft u hierop de put januari 2009 met uitoefenprijs 180, waarvoor een koper 9,50 USD neertelt. In totaal bedraagt uw inzet 1690 USD (2640 – 950). Dat is tevens uw maximale verlies.

U boekt winst noch verlies wanneer de koers van Goldman Sachs op de vervaldag exact 213,10 USD bedraagt. Daarvoor is een koersdaling met 5% voldoende. Niet onmogelijk. In het ideale scenario verzwakt de koers van de Amerikaanse zakenbank tot 180 USD of lager. Dan loopt uw winst op tot 3310 USD of is zo na een verdubbeling van uw omzet. Uiteraard hoeft u niet te wachten tot de afloop van deze opties alvorens de winst in veiligheid te brengen.

## Agressieve putsread

**Koop put jan 2009 200 @ 15 USD**

**Schrijf put jan 2009 150 @ 5,40 USD**

Deze putsread is van het agressievere type omdat de koers van Goldman Sachs heel wat sterker moet dalen vooraleer u winst boekt. Daar staat tegenover dat uw inzet lager ligt, terwijl de winsthefboom groter is. De aankoop van de put januari 2009 met uitoefenprijs 200 kost 1500 USD. Op dit contract schrijft u de put januari 2009 met uitoefenprijs 150, waarvoor u een premie van 540 USD ontvangt. Uw inzet – tevens uw maximale verlies – komt daardoor neer op 960 USD (1500 – 540). Per saldo moet het aandeel tot 190,40 USD afkalven om winst noch verlies te boeken. Dat impliceert een daling met iets meer dan 15%. De maximale winst behaalt u in geval van een daling tot 150 USD of lager. Dan boekt u een winst van 4040 USD of een verviervoudiging van uw inzet. Wel moet de koers van Goldman Sachs 33% kwijtspelen eer het zover is.

## Call schrijven

**Schrijf call jan 2009 290 @ 11,90 USD**

Het schrijven van een ongedekte call is een andere manier om te profiteren van een koersdaling. Hieraan kleven wat grotere risico's, maar het voordeel is dat u een stevige premie binnenrijft en dat de premie voor callopties groter is dan die van gelijkaardige putopties. We geven de voorkeur aan het schrijven van de call januari 2009 met uitoefenprijs 290, waarvoor een koper 11,90 USD op tafel legt. Dat betekent dat u slechts bij een koers van meer dan 301,90 USD verlies lijdt en het aandeel moet met meer dan 31% stijgen vooraleer dat niveau wordt bereikt. Wanneer u deze call schrijft, lijkt het een goed idee om deze – met

verlies – terug te kopen of door te rollen wanneer de koers van Goldman Sachs effectief 300 USD overschrijdt.

### **Driepoot**

**Koop put jan 2009 230 @ 26,40 USD**

**Schrijf put jan 2009 180 @ 9,50 USD**

**Schrijf call jan 2009 280 @ 14,60 USD**

Deze driedelige combinatie biedt prima winstmogelijkheden wanneer het even meezit, maar de risico's zijn groter dan bij de andere strategieën. Het eerste luik van deze driepoot bestaat uit de defensieve putsread die we eerder uit de doeken deden. Die combineren we met het schrijven van de call januari 2009 met uitoefenprijs 280.

In totaal bedraagt uw inzet slechts 230 USD (2640 – 950 – 1460). Dat betekent dat u bij een ongewijzigde koers van Goldman Sachs al een lichte winst boekt. U leeft in de beste der werelden wanneer de koers van het aandeel op de vervaldag daalt tot 180 USD of lager. Dan kunt u 4770 USD op uw bankrekening bijschrijven. Wanneer de koers van GS tussen 230 en 280 USD blijft, boekt u een miniem verlies (230 USD). U dient slechts in te grijpen wanneer de koers boven 280 USD komt, maar eer het zover is, moet de koers van Goldman Sachs met bijna 25% stijgen.

## **Haussecombinaties op Transocean**

Transocean (89,39 USD, zie ook nummer 16B) is afhankelijk van de prijs voor ruwe olie, maar beschikt door de grotere investeringen die momenteel worden gedaan over een goed gevuld orderboekje. Ondanks de recente koersstijging blijft het aandeel op onze kooplijst staan. Via opties kunt u met een hefboomeffect inspelen op een verdere koersstijging van Transocean. Zoals dat het geval is voor de meeste Amerikaanse aandelen, expireren de langstlopende series in januari 2009, zodat u over een looptijd van twintig maanden beschikt. We werken diverse combinaties uit die variëren van defensief tot agressief.

### **Defensieve callsread**

**Koop call jan 2009 60 @ 35,75 USD**

**Schrijf call jan 2009 100 @ 10,70 USD**

De gekochte call januari 2009 met uitoefenprijs 60 vormt de basis van deze spread. Dit contract kost 35,75 USD, maar om het risico te verminderen, schrijft u hierop de call januari 2009 met uitoefenprijs 100. Dit contract is out-of-the-money en de premie staat dus geheel uit verwachtingswaarde. Toch bedraagt ze nog een mooie 10,70 USD. In totaal bedraagt uw inzet 2505 USD (3575 – 1070). Meer dan die inzet kunt u niet verliezen. Omdat deze callsread van het defensieve type is, boekt u bij een stabiele koers of een lichte koersdaling van Transocean nog winst. Het break-evenpunt ligt op 85,05 USD, 5% minder dan de huidige koers. Bij nog lagere koersen lijdt u verlies, maar slechts wanneer de koers onder 60 USD daalt, bent u uw gehele inzet kwijt. In het ideale scenario stijgt de koers van Transocean, al wordt uw winst afgetopt op het ronde getal van 100 USD. Dan boekt u een winst van 1495 USD of 60%.

### **Agressieve callsread**

**Koop call jan 2009 100 @ 10,70 USD**

**Schrijf call jan 2009 120 @ 4,10 USD**

Met deze callsread mikt u op een sterkere stijging van Transocean. Klopt dit, dan is de

hefboom heel wat groter dan bij de eerstgenoemde strategie. In dit geval koopt u allereerst de al genoemde call januari 2009 met uitoefenprijs 100, waarvoor u 1070 USD neertelt. Hierop schrijft u de call januari 2009 met uitoefenprijs 120, die 410 USD opbrengt. Daardoor beperkt u uw inzet – tevens uw maximale verlies – tot 660 USD (1070 – 410). U boekt winst noch verlies bij een koers van 106,60 USD, al speelt de evolutie van de dollarkoers daarbij natuurlijk een rol. De koers van Transocean moet overigens met 19% stijgen vooraleer 106,60 USD – uw break-evenpunt – wordt bereikt. Wanneer de koers stijgt tot 120 USD of meer, hebt u van uw inzet van 660 USD 2000 USD gemaakt, een winst van 1340 USD. Vooraleer u victorie kunt kraaien, moet de koers van Trans ocean wel met 34% stijgen.

### **Put schrijven**

#### **Schrijf put jan 2008 85 @ 5 USD**

De premies voor de putopties liggen aanzienlijk lager dan die voor callopties. Dat maakt het schrijven (= verkopen) van putopties iets minder interessant. Wanneer u het toch doet, beperk dan eventuele posities en geef de voorkeur aan kortlopende series. Zo kunt u bijv. de put jan 200890 (looptijd 8 maanden) schrijven tegen 7,10 USD, terwijl voor de put jan 2009 90 (looptijd 20 maanden) slechts 10,35 USD wordt neergeteld. De premie zal sneller uit de kortlopende put weglopen en bovendien kunt u dit contract eventueel doorrollen naar een serie met een lagere uitoefenprijs. In aanmerking komt het mondjesmaat schrijven van de put januari 2008 met uitoefenprijs 85. Door de premie van 5 USD die u opstrijkt, betaalt u Transocean in het slechtste geval 80 USD, bijna 11% minder dan de huidige koers.

### **Driepoot**

#### **Koop call 2009 100 @ 10,70 USD**

#### **Schrijf call 2009 120 @ 4,10 USD**

#### **Schrijf put jan 2008 85 @ 5 USD**

Deze drieledige combinatie combi neert de eerder beschreven agressieve callspread en de ongedekte put. Het voordeel is dat u voor deze driepoot nauwelijks premie betaalt, want uw inzet bedraagt amper 160 USD (1070 – 410 – 500). Dat maakt dat deze combinatie op de vervaldag winstgevend is bij koersen van 101,60 USD en hoger. Daartoe is een koersstijging van Trans ocean met 13% op een termijn van twintig maanden voldoende. Bij een daling onder 85 USD neemt uw verlies toe, al kan u eventueel de geschreven put doorrollen of de geschreven put met verlies teugkopen. Idealiter stijgt de koers van Transocean tot 120 USD. Dan kunt u 1840 USD op uw rekening bijschrijven, meer dan het tienvoudige van uw inzet. Wanneer de koers van Transocean na afloop van de put januari 2008 stabiel blijft of stijgt, kunt u een nieuwe put schrijven.