

## INVESTMENT CASE

### Beurskoers 17 december 2010: EUR 31,90

Marktkapitalisatie (mln)	EUR 279 mln
Aantal uitstaande aandelen	8,75 mln
Vrij verhandelbaar	30%
Hoog / Laag 52 weken	EUR 33,40 / 19,71
Rendement 12 maanden	60%
Beta vs. ASCX-Index	0,72
Dividendrendement 2010	3,7%
Koers/Winstverhouding 2011	13,1
Bloomberg symbool	HES NA
Reuters symbool	HESA.AS
Website	<a href="http://www.hesbeheer.nl">www.hesbeheer.nl</a>



#### Investeringsrationale

HES Beheer N.V., opgericht in 1908, is houdstermaatschappij van bedrijven die logistieke diensten in havens verlenen. Stuwadoren is de kernactiviteit. Op jaarbasis wordt door de bedrijven binnen de HES-groep 50 à 70 miljoen ton aangevoerde tonnen gelost. Het leeuwendeel van de activiteiten ligt in Nederland. Daarnaast is de vennootschap op bescheiden schaal actief in het Verenigd Koninkrijk. De HES-bedrijven beschikken over imponerende apparatuur en machines voor snelle lossing, belading en bewerking. Daarnaast hebben zij ruime opslagfaciliteiten. Alle Nederlandse bedrijven liggen aan diep vaarwater en hebben directe toegang tot de belangrijkste Europese waterwegen en het Europese railnetwerk.

Het track record van HES Beheer vertoont de afgelopen tien jaar een ononderbroken opgaande tendens. Tot 2002 opereerde de vennootschap nog verlieslatend, maar na een herijking van de strategie, waarbij het accent werd verlegd naar de energiesector, werd de weg naar herstel met succes ingeslagen. Aanvankelijk aarzelend, maar de laatste twee jaar steeds zichtbaarder, werd ook het rendement op geïnvesteerd vermogen naar een tevredenstellend niveau opgevoerd. Momenteel staat HES Beheer aan de vooravond van een verstrekkend investeringsprogramma dat is gericht op het creëren van een tweede pijler onder het concern, te weten de natte bulksector. Tot en met 2014 zal daartoe een bedrag van circa € 150 miljoen door HES Beheer en joint venture partner Noble Group worden geïnvesteerd in de Botlek Tank Terminal. Op basis van de huidige inzichten zou deze uitbreiding van de activiteiten de groepsomzet met 25-30% kunnen doen stijgen en het groepsresultaat kwalitatief en kwantitatief substantieel doen verbeteren.

Ofschoon de beurskoers van HES Beheer de afgelopen jaren reeds een behoorlijke outperformance in vergelijking met het marktgemiddelde heeft laten zien, menen wij dat het interessante winstpotentieel voor de komende periode nog niet wordt gereflecteerd in de huidige beurswaardering. De oorspronkelijke investeringen van alle belangen van HES Beheer, met name grond (in de vorm van langjarige huurcontracten) en machines, vertegenwoordigen thans een waarde van meer dan € 500 miljoen. Met de beoogde investeringen in natte bulk zal dit bedrag over ruim vier jaar stijgen tot ruim € 650 miljoen. In het licht van de huidige beurswaarde van € 289 miljoen geeft dit enig inzicht in het mogelijke toekomstige opwaartse potentieel van HES Beheer. De onlangs gepresenteerde ambities van de Rotterdamse haven voor de langere termijn (tot 2030) sluiten overigens naadloos aan bij die van HES Beheer.

## INVESTMENT CASE

### Strategie en doelstellingen

Het beleid van HES Beheer is gericht op het behoud en de uitbreiding van een belangrijke positie als stuwadoor van bulkproducten. De dienstverlening bestaat uit de overslag, opslag en bewerking van droge- en nattebulkproducten in de belangrijke Nederlandse zeehavens. Daarnaast heeft HES een kleiner op- en overslagbedrijf voor droge bulk in het Verenigd Koninkrijk. De huidige werkzaamheden zijn sterk gefocust op de droge bulk, met de energiemarkt (vooral kolen) als belangrijkste marktsegment. In de natte bulk is HES nog slechts een bescheiden speler. Ofschoon de energiemarkt de komende jaren duidelijk zal groeien, wil HES haar activiteiten verbreden om minder afhankelijk te zijn van bepaalde productstromen en kansen te benutten om in de toekomst sneller te groeien. HES wil sterker vertegenwoordigd zijn in de natte bulk in Nederland, een marktsegment dat goed aansluit bij de kernactiviteit sinds haar oprichting in 1908.

HES participeert in de belangrijkste onafhankelijke Nederlandse stuwadoorsbedrijven op het gebied van droge bulk. Daarnaast heeft zij een Engels dochterbedrijf. Deze bedrijven moeten toonaangevend blijven dan wel worden qua efficiency, snelheid en kwaliteit. Met behulp van investeringen in overslag- en opslagapparatuur kunnen zij hun operationele prestaties continu verbeteren en hun activiteiten verder uitbreiden. HES wil haar sterke positie in de drogebulkmarkt, die kansrijk is en interessant blijft, waar mogelijk verder verstevigen door acquisities in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Dit kan zelfstandig en/of met partners worden gerealiseerd. Waar mogelijk worden de deelnemingspercentages in de huidige deelnemingen vergroot. Er zal worden ingespeeld op nieuwe goederenstromen. Mochten zich mogelijkheden voordoen, dan is HES geïnteresseerd in het ontwikkelen van nieuwe terreinen (Maasvlakte 2).

In de natte bulk is HES op dit moment een marginale speler. Door een toenemend verbruik van eetbare oliën, minerale oliën en biobrandstoffen biedt deze markt interessante perspectieven. HES heeft aspiraties om een belangrijke speler te worden in deze markt, die in de toekomst een substantieel deel van de groei en winstgevendheid zal moeten genereren. De nattebulkmarkt moet de tweede belangrijke pijler onder HES worden. De forse uitbreiding van de Botlek Tank Terminal (BTT) in de periode 2010- 2014 dient als eerste stap in deze richting te worden gezien. De ambities moeten verder worden verwezenlijkt door het ontwikkelen van nieuwe terminals en de acquisitie van nieuwe terreinen en bedrijven in Nederland, al dan niet samen met partners.

Andere belangrijke beleidspunten zijn:

- het bevorderen van de synergie tussen de deelnemingen;
- optimalisering van het gebruik van bestaande terreinen;
- investeren in mensen en middelen om de kwaliteit verder te verbeteren.

Voor alle potentieel interessante investeringen geldt dat deze aan bepaalde eisen moeten voldoen. Strategische overwegingen, risico's, rentabiliteit en synergie zijn hierbij maatgevend. Via aandeelhouderschap en commissariaten wordt invloed uitgeoefend op het beleid van de onderliggende vennootschappen, met als doel toegevoegde waarde te creëren voor het desbetreffende bedrijf. De financiële doelstellingen zijn als volgt:

- een rendement op het eigen vermogen van minimaal 15%;
- een solvabiliteit van ten minste 35%;
- een jaarlijkse groei van het totaalresultaat en het resultaat per aandeel;
- behoudens bijzondere omstandigheden een dividend van 50% van het genormaliseerde nettoresultaat.

## INVESTMENT CASE

### Geschiedenis

H.E.S. (Haven en Scheepvaartbedrijven) N.V. te Rotterdam werd in 1908 opgericht door een aantal belangengroepen: de graanhandel, de graanverwerkende industrie, reders, cargadoors en stuwadoors. Door deze krachtenbundeling werd een unieke positie in de Rotterdamse haven verworven. Rotterdam maakte destijds een krachtige groei door. Vooral de opening van de Nieuwe Waterweg (1872), waardoor Rotterdam met de Noordzee werd verbonden, en de groei van het Duitse achterland gaven hieraan een sterke impuls. Het transport van ijzererts naar fabrieken in het Duitse Ruhrgebied, het vervoer van Duitse steenkool naar overzeese havens en van granen naar bestemmingen langs de Rijn namen gestaag toe. Rotterdam werd een belangrijke doorvoerhaven voor drogebulkproducten. In de eenentwintigste eeuw is Rotterdam dat nog steeds. Tot halverwege de jaren tachtig van de vorige eeuw werden het karakter en de resultaten van HES Beheer overwegend bepaald door de gang van zaken bij dochteronderneming Graan Elevator Maatschappij (G.E.M.) B.V. De GEM was actief op het gebied van de overslag en opslag van granen, oliezaden en veevoedergrondstoffen, de zogenaamde agribulkproducten.

Vooraf door de EU-landbouwpolitiek is de agribulksector in de West-Europese zeehavens steeds meer onder druk komen te staan. Om de afhankelijkheid van de agri-overslag te verminderen, werd in 1983 besloten tot een wezenlijke draagvlakverbreding. Daarbij werd de aandacht geconcentreerd op de verwerving van verdere belangen in de haven- en transportsector en op werkzaamheden die nauw aansluiten bij de traditionele kernactiviteiten.

Dit beleid heeft gestalte gekregen door onder meer de ontwikkeling van New Holland Bulk Services Ltd in North Lincolnshire (1983) en Hull (1993) in het Verenigd Koninkrijk en door de overname, in twee fases (in 1985 en 1991), van Frans Swarttouw B.V., een stuwadoorsbedrijf dat al sinds 1887 opereerde in de Rotterdamse haven en waarvan de markante ondernemer Frans Swarttouw de grondlegger was. Dit bedrijf was actief in de overslag, opslag en bewerking van kolen en industriële mineralen. In 1985 werd bovendien een deelneming verworven in twee andere vooraanstaande stuwadoorsbedrijven, te weten EMO/EKOM B.V. op de Rotterdamse Maasvlakte en Overslagbedrijf Terneuzen 'OVET' B.V. in Terneuzen. Eind 1993 vond een concentratie plaats van Frans Swarttouw, GEM en Interstevedoring – dat in 1991 werd verworven – tot één bedrijf: European Bulk Services (EBS) B.V. De verbreding van de kernactiviteiten naar de containersector, door overname van het Ierse Bell Lines Ltd in 1986, was van tijdelijke aard. Bell Lines werd in 1993 verkocht. Sindsdien heeft HES Beheer zich geconcentreerd op de bulksector. Het belang in Botlek Tank Terminal (BTT) werd in 2008 vergroot naar 50%, terwijl plannen werden ontwikkeld voor een forse uitbreiding van de faciliteiten voor de op- en overslag van natte bulk.

Binnen het gevarieerde pakket aan bulkproducten is de focus duidelijk verlegd. Anno 2010 is de afhankelijkheid van de agribulk nog slechts 10%. De aanvoer van kolen maakt voor 50 à 60% de dienst uit. Industriële mineralen nemen de rest voor hun rekening. Sinds 2009 investeert de vennootschap fors in de natte bulk.

## INVESTMENT CASE

### Overzicht Europese havens in tonnage

## European ports

### TOP 20 EUROPEAN PORTS, 2009 - 2006

		2009	2008	2007	2006
<b>Rotterdam</b>	<b>Netherlands</b>	<b>387.0</b>	<b>421.1</b>	<b>409.1</b>	<b>381.8</b>
Antwerp	Belgium	157.6	189.4	182.9	167.4
Novorossiysk *)	Russia	112.8	122.6	113.5	113.0
Hamburg	Germany	110.4	140.4	140.4	134.9
Amsterdam	Netherlands	86.7	94.7	87.6	84.4
Marseilles	France	83.1	96.0	96.3	100.0
Primorsk	Russia	79.1	75.6	74.2	65.9
Le Havre	France	73.7	80.5	78.9	73.9
Algeciras	Spain	69.9	74.8	71.8	63.5
Bremen	Germany	63.0	74.6	69.2	65.1
Valencia	Spain	57.2	59.8	53.6	47.5
St. Petersburg	Russia	50.4	59.9	59.5	54.2
Genoa	Italy	47.5	54.2	58.6	55.0
London	United Kingdom	45.4	53.0	52.7	51.9
Dunkirk	France	45.0	57.7	57.1	56.6
Zeebrugge	Belgium	44.9	42.0	42.0	39.5
Constantza	Romania	42.0	61.8	57.1	46.5
Barcelona	Spain	41.8	50.5	50.0	46.4
Wilhelmshaven	Germany	33.6	40.2	42.7	43.1
Zeeland Seaports	Netherlands	29.0	33.3	33.0	30.2

Unit : Gross weight x 1 million metric tons  
 \*) Including Caspian pipeline Consortium Marine Terminal

Source : Other Port Authorities

### Omzetspreiding

De bedrijven waarin HES Beheer participeert zijn actief in de volgende vier marktsegmenten. In bijgaand overzicht wordt een indruk gegeven van het relatieve belang van elk segment, gemeten naar aangevoerde tonnages.

HES	2009	2008	2007	2006	2005
Kolen	66%	52%	54%	55%	52%
Industriële mineralen en ijzererts	23%	37%	35%	33%	35%
Agribulk en droge biomassa	11%	11%	11%	12%	13%
Natte bulk	0%	0%	0%	0%	0%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%

De cijfers van 2009 zijn sterk beïnvloed door de wereldwijde recessie. De verhoudingen in de periode 2005 – 2008 zijn meer representatief voor de spreiding over de marktsegmenten in een als normaal te omschrijven economische omgeving. De weging van natte bulk is statistisch gezien nihil, maar feitelijk minder dan 1%. De activiteiten zijn momenteel nog verhoudingsgewijs marginaal, maar zullen de komende jaren substantieel toenemen als gevolg van een ambitieus investeringsprogramma.

Een korte karakteristiek van de verschillende marktsegmenten geeft het volgende beeld:

### Kolen

De kolenmarkt kan ruwweg worden gesplitst in twee hoofdstromen, te weten energiekolen voor elektriciteitscentrales en metallurgische kolen (inclusief cokes) voor de staalindustrie. Het merendeel van de in de Nederlandse havens behandelde kolen is

## INVESTMENT CASE

bestemd voor de elektriciteitscentrales. De import van zowel energie- als metallurgische kolen wordt sterk beïnvloed door de al jaren geleden ingezette stapsgewijze sluiting van Duitse kolenmijnen, waardoor de binnenlandse productie verder afneemt en de staalindustrie en de energiecentrales meer kolen moeten importeren. In eerste aanleg had de Duitse overheid besloten om de binnenlandse productie te verminderen van 26 miljoen ton in 2006 naar 16 miljoen ton in 2012. Eind januari 2007 hebben de Duitse regeringspartijen een belangrijk besluit genomen over de sluiting van de nog resterende acht kolenmijnen en de afbouw van subsidies voor het winnen van steenkool; men wil uiterlijk in 2018 de subsidiëring van de steenkoolmijnbouw staken, onder voorbehoud dat de Bondsdag in 2012 nogmaals moet beoordelen of het beëindigen van de eigen steenkoolwinning uit oogpunt van energievoorziening nog steeds te rechtvaardigen is. Door de sluiting van mijnen in Duitsland en de verminderde kolenproductie in Polen, zal de doorvoer van kolen via Nederlandse havens toenemen. Grote energiebedrijven bouwen momenteel (deels) kolengestookte elektriciteitscentrales op de Rotterdamse Maasvlakte. In Duitsland zijn momenteel zes nieuwe centrales in aanbouw. Oudere centrales zijn en worden aangepast voor verwerking van importkolen, die kwalitatief minder goed zijn dan de in Duitsland gedolven kolen (lagere calorische waarde), zodat er een grotere hoeveelheid product nodig is. Daarnaast zal het kolenverbruik door energiecentrales en de staalindustrie in 2010 stijgen als gevolg van de licht aantrekkende economie. Wel wordt ermee gerekend dat de groei in dit marktsegment in eerste instantie zal worden gedempt door afbouw van bestaande voorraden.

### Industriële mineralen en ijzererts

De aanvoer van ijzererts wordt bepaald door de ontwikkelingen in de West-Europese – vooral Duitse – staalindustrie en concurrentie vanuit vooral Azië en Oost-Europa. Alle voor de Europese staalindustrie belangrijke afnemersgroepen – bouw, auto-industrie, consumentengoederen en metaalindustrie – werden in 2009 door de economische crisis met ongekend krimpende omzetten geconfronteerd, waardoor staalproducenten gedwongen werden hun productie radicaal terug te schroeven. De wegvallende vraag naar staal leidde tot tijdelijke sluiting van vele Noorwest-Europese hoogovens en een dramatische teruggang van de ertsoverslag. Inmiddels zijn de meeste hoogovens weer in gebruik, maar bedraagt de benuttingsgraad vooralsnog 70 à 80%.

De aanvoer van industriële minerale bulkproducten viel in 2009 eveneens fors terug door de sterk verminderde vraag vanuit de verschillende basisindustrieën. De ontwikkelingen in de komende jaren zijn afhankelijk van de economische ontwikkelingen en de positionering van de betrokken industrieën. Vooral dit laatste heeft de afgelopen jaren geleid tot een daling van de aanvoer via Nederlandse havens; massaproductie werd geconcentreerd, en steeds vaker in landen buiten West-Europa. Tegelijkertijd neemt de hoogwaardigheid van diverse via de havens aangevoerde bulkproducten voor industriële eindverbruikers toe, doordat deze in het land van herkomst al een eerste bewerking hebben ondergaan. Dit leidt tot kleinere volumes en hogere eisen aan de kwaliteit van de dienstverlening.

### Agribulk en droge biomassa

De agribulkmarkt kan worden opgesplitst in producten voor de oliezadenverwerkende industrie – de zogenaamde crush markt -, de veevoederindustrie en de export. De aanvoer van agribulkproducten is afhankelijk van vele factoren, zoals oogsten, de ontwikkeling van de veestapel, het gebruik van biobrandstoffen, de prijzen op de wereldmarkt en het EU-landbouwbeleid. Voor HES Beheer is echter met name de markt voor de behandeling van biomassa van belang. Tweederde van de duurzame energie in Europa komt uit biomassa. Het aandeel duurzame energie is echter nog steeds veel minder dan de EU-doelstelling van 12% voor het jaar 2010. Deze doelstelling is overigens niet bindend. In Nederland nam de productie van duurzame elektriciteit vorig jaar toe tot 9% van het binnenlands elektriciteitsverbruik (7,5% in 2008). Nederlandse consumenten en bedrijven verbruikten 5% minder stroom. Groene stroom wordt gerelateerd aan het totale energieverbruik. Door deze methodiek steeg het aandeel groene stroom al naar 8%. De verdere stijging wordt verklaard door extra windturbines en meer biomassa in energiecentrales. Voor de havens in de zogenaamde ARA-range (Amsterdam-Rotterdam-Antwerpen) en ook in het Verenigd Koninkrijk ziet HES Beheer goede

## INVESTMENT CASE

mogelijkheden om een sterke positie te verwerven in de grootschalige verwerking van biomassa, waarbij biomassa meervoudig kan worden gebruikt. De plannen van elektriciteitsproductiebedrijven om kolencentrales te bouwen die fors biomassa bijmengen, kunnen hierbij een belangrijke voortrekkersrol vervullen. De HES-bedrijven zijn goed uitgerust voor de behandeling van biomassa. Zij hebben veelal reeds jarenlange ervaring met de overslag en opslag van deze producten. Vanwege de ambitieuze doelstellingen van de EU en Nederland lijkt de markt voor droge biomassa goede mogelijkheden te bieden. De afhankelijkheid van subsidies vormt echter een onzekere factor. Voor de komende jaren gaat het management vooralsnog uit van een bescheiden groei.

### Natte bulk

Op dit moment is HES Beheer, via haar 50%-deelneming in Botlek Tank Terminal, een marginale speler in deze markt. De ambities van HES zijn echter niet gering en zijn vormgegeven in een omvangrijk investeringsprogramma dat de onderneming vanaf 2014 een aantrekkelijke positie in dit marktsegment moet opleveren. Door een toenemende onbalans in bepaalde producten neemt de vraag naar tankopslag toe. In Europa is er een tekort aan diesel en kerosine, terwijl er een overschot is aan benzine. Diesel en kerosine moeten derhalve worden geïmporteerd uit het Midden-Oosten, terwijl benzine wordt geëxporteerd naar de Verenigde Staten en Afrika. Er is een toenemende vraag naar nieuwe producten zoals bioethanol en biodiesel. Rotterdam, met zijn vele raffinaderijen, is een ideaal draaipunt voor brandstoffen en is belangrijk voor de handel en de prijsvorming. HES Beheer signaleert een stijgende marktvaart naar brandstoffen en zogenaamde ongeclassificeerde producten. Het is de strategie van de onderneming om haar aandeel in deze markt fors te vergroten.

### Opslag

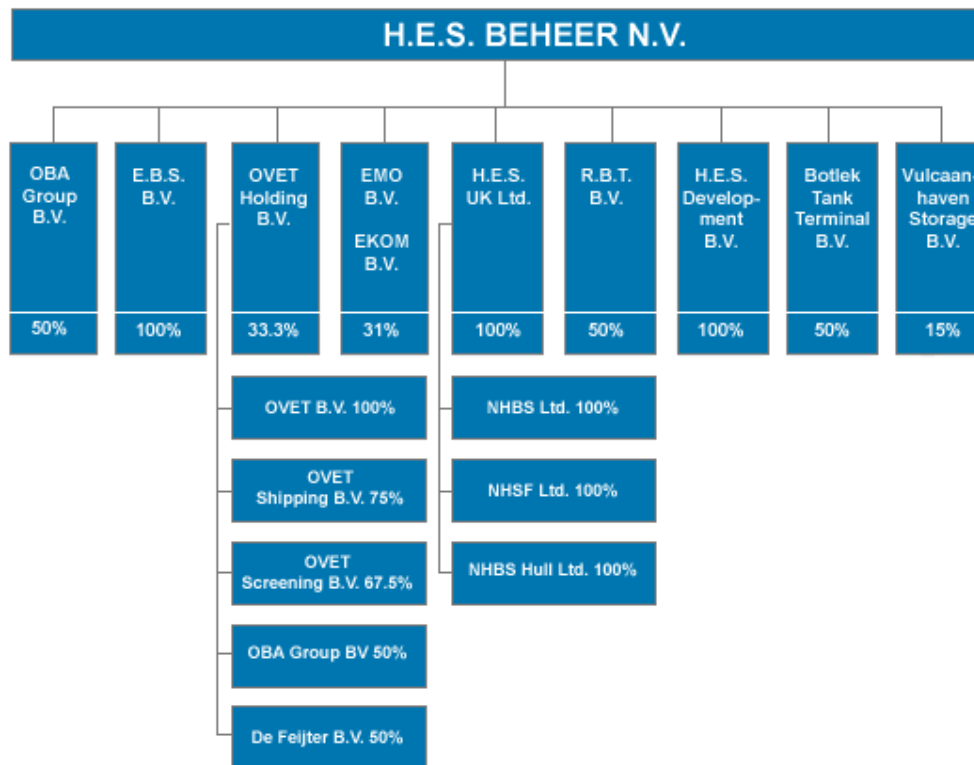
De opslagactiviteiten worden in de verslaglegging van HES Beheer onderbelicht. Het lijkt erop dat de winstgevendheid van deze activiteit tot aan het begin van de recessie van 2008 verhoudingsgewijs gering was. Daar is de laatste twee jaar echter verandering in gekomen – zie hierna: track record.

De opslagbehoefte lijkt zich structureel in een stijgende trend te bevinden. Grondstofprijzen kennen de laatste jaren een toenemende volatiliteit en er zijn steeds meer traders actief in de markt. Voorheen was het tariefsniveau erg aantrekkelijk (één maand gratis), maar sinds 2009 geldt dit lage instapniveau niet meer. In algemene zin kan worden gesteld dat hoe langer de opslagruimte wordt gebruikt, hoe hoger de tarieven worden.

De deelnemingen van HES Beheer beschikken in totaal over 2.916.000 m<sup>2</sup> open opslag, waarvan 1,6 miljoen m<sup>2</sup> bij 31%-deelneming EMO, en over circa 1.000.000 m<sup>3</sup> gesloten opslag. Met de voorgenomen uitbreiding van de nattebulk-tak zal de balans tussen deze twee opslagtypes verbeteren.

## INVESTMENT CASE

### Organisatieschema



### Dochters en deelnemingen

Gemeten naar economisch belang biedt het volgende overzicht van de deelnemingen een zuiver inzicht in het relatieve belang van elke afzonderlijke deelneming (bedragen in € miljoen):

2009	Omzet	%	Netto resultaat	%
EMO (31%)	36,9	31	6,7	36
EBS (100%)	33,9	28	4,2	23
OBA Group (66,7%)	31,9	26	5,0	27
OVET (33,3%)	9,5	8	1,6	9
NHBS (100%)	5,1	4	1,0	5
RBT (50%)	1,9	2	-0,1	
BTT (50%)	1,7	1	Break-even	
Vulcaanhaven (15%)	n.n.b.		Break-even	
Overige			-1,7	
<b>Totaal</b>	<b>120,9</b>	<b>100</b>	<b>16,7</b>	<b>100</b>

## INVESTMENT CASE

### Europees Massagoed Overslagbedrijf (EMO)/Erts- en Kolen Overslagbedrijf Maasvlakte (EKOM) - 31%-belang

Begin jaren zestig van de twintigste eeuw kregen de eerste ideeën over de EMO-terminal vorm, gestoeld op de toenemende vraag naar *very large ore carriers* en de ontdekking van nieuwe grote voorraden basisgrondstoffen als ijzererts en kolen in Australië, Zuid-Amerika en Zuid-Afrika. In 1965 besloot een joint venture van drie Rotterdamse bulkoverslagbedrijven tot de bouw van een overslagbedrijf dat de grootst mogelijke bulkschepen zou kunnen ontvangen. EMO is haar activiteiten in 1973 gestart en heeft zich sindsdien ontwikkeld tot de meest toonaangevende kolen- en ertsoverslagterminal van Europa. Het belang van HES Beheer in EMO dateert van september 1985 door de participatie in Frans Swartouw, een van de drie oprichters.

EMO behandelt met 395 medewerkers jaarlijks circa 65 miljoen ton kolen en ijzererts op de terminal aan de Mississippihaven/Amazonehaven op de Rotterdamse Maasvlakte. Dit terrein heeft een oppervlakte van 170 hectare. Daarbij beschikt EMO over een open opslag van 1,6 miljoen m<sup>2</sup>.

Het track record van EMO is als volgt (bedragen in € miljoen):

EMO	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investeringen	ROFA* (%)
2005	108,4	23,0	N.A.	
2006	109,7	23,5	33,0	
2007	109,1	20,2	28,6	8,5
2008	119,4	18,1	11,8	8,7
2009	119,0	29,1	6,0	11,1
2010E	127,0	34,0		

\*ROFA is een interne ratio van HES Beheer om het rendement op investeringen te meten, zowel op holding- als deelnemingsniveau.

ROFA = Return On Fixed Assets: rendement op vaste activa = genormaliseerde EBITDA / (aanschafwaarde van de materiële en immateriële activa + balanswaarde financiële activa)

Ondanks een 32% lagere aanvoer (ijzererts: -61%; kolen: -10%) gaf het resultaat in 2009 een forse sprong te zien. Dit was het gevolg van de combinatie van een aanzienlijke kostenreductie van ruim 10% en een uitzonderlijk goede bezetting van het opslagterrein. Uit het feit dat de winst bij een gelijke omzet ruim 60% hoger uitkwam, kan worden geconcludeerd dat de marges in het opslagbedrijf onder de vigerende marktomstandigheden beduidend hoger liggen dan in de overslagactiviteiten.

De komende jaren zal een tweetal projecten de omzet en winst van EMO een positieve impuls gaan geven. De bouw van een nieuwe kolen-/biomassacentrale, met een capaciteit van 800 Mwe, door Electrabel op het oostelijk deel van het EMO-terrein is in volle gang. Deze centrale zal tot de modernste ter wereld behoren. Dit geldt niet alleen voor techniek en rendement, maar ook voor de milieueffecten. EMO heeft twintig hectare van haar terrein beschikbaar gesteld ten behoeve van Electrabel, in ruil voor een langlopend contract. Ook de bouw van de door buurbedrijf E.ON geplande 1.070 Mwe nieuwe generatie kolen-/biomassacentrale is inmiddels in volle gang. Deze nieuwe centrale is eveneens ultramodern en veel efficiënter dan traditionele kolengestookte centrales, zodat een hoog energierendement wordt behaald. Beide centrales zullen door EMO worden beleverd. De E.ON-centrale zal naar verwachting in 2012 in gebruik worden genomen, die van Electrabel een jaar later. De bouw van de twee centrales zal naar verwachting leiden tot een extra aanvoer van kolen van 3 miljoen ton per jaar, terwijl EMO bij normale economische condities op een niveau van circa 35 miljoen ton zit. Daarvan is normaliter circa eenderde ijzererts, zodat de kolenaanvoer met een kleine 15% zal toenemen. Qua tonnage is EMO op dit moment al de belangrijkste dienstverlener op het gebied van goederenvervoer per spoor in Nederland. Onder normale economische omstandigheden gaat het om 10 tot 11 miljoen ton op jaarbasis. De afgelopen jaren is er al flink geïnvesteerd in verbetering en uitbreiding van de treinbeladingsfaciliteiten voor erts en kolen. De laatste



## INVESTMENT CASE

investeringen zijn gebaseerd op de verwachte groei in het kolenvervoer per spoor naar nieuwe elektriciteitscentrales in het Duitse achterland en naar eindbestemmingen die niet aan het water liggen en die thans nog worden beleverd vanuit de nog resterende Duitse kolenmijnen. Een nieuwe wagonbelader, waarmee de treinbeladingscapaciteit van kolen zal worden verdubbeld van 5 naar 10 miljoen ton per jaar, zal in 2011 in gebruik worden genomen.

Bij EMO is recent besloten tot de aanschaf van een nieuwe 85-tons brugkraan. Met deze nieuwe kraan en het bijbehorende bandensysteem is een investering van circa € 30 miljoen gemoed. Op dit moment beschikt EMO voor de lossing van zeeschepen over twee 85-tons en twee 50-tons brugkranen, alsmede een 36-tons drijfkraan. Met de nieuwe brugkraan die naar verwachting in het tweede kwartaal van 2012 operationeel zal zijn, zal EMO uitstekend gesteld staan voor de verwachte groei van de kolenaanvoer.

Begin 2010 werd bekend dat EMO een terrein verkrijgt van 11,5 hectare op de zogenaamde Hartelstrook aan de Mississippihaven op de bestaande Rotterdamse Maasvlakte, tegenover de huidige terminal. Daarnaast heeft EMO een optie op een aangrenzend terrein van 12 hectare. Het extra terrein aan diep vaarwater krijgt aansluiting op het spoor. Begin 2011 wordt gestart met de werkzaamheden. Naar verwachting zal de eerste fase in 2013 operationeel zijn.

### EBS - 100% deelneming

European Bulk Services (E.B.S.) is de belangrijkste multi purpose bulk terminal operator in de haven van Rotterdam. EBS werd in 1991 opgericht als 100%-dochter van HES Beheer om een nauwe samenwerking tussen Koninklijke Frans Swarttouw en de Graan Elevator Maatschappij te bewerkstelligen. EBS ging de directie voeren over Frans Swarttouw en GEM. In 1991 werd Interstevedoring overgenomen. Eind 1993 werd de juridische fusie van Frans Swarttouw, GEM en Interstevedoring een feit. Door deze bundeling van krachten kwam een einde aan de juridische zelfstandigheid van bedrijven die respectievelijk 106, 85 en 11 jaar bestonden.

EBS houdt zich bezig met de overslag, laden, lossen en opslag van droge bulkproducten, zoals kolen, mineralen, agri- en biomassaproducten vanuit en naar Europa.

EBS beschikt over twee terminals in Rotterdam, een in de Sint Laurens haven en een in Europoort. In totaal beschikt EBS in deze twee terminals over 200.000 m<sup>2</sup> open opslag en 475.000 m<sup>3</sup> gesloten opslag. Er zijn circa 180 medewerkers die jaarlijks circa 16 miljoen ton afhandelen. Op de terminals beschikt EBS onder meer over laad-/losbruggen, walkranen, drijvende kranen, een mobiele grijperkraan, stackers, pneumatische los- en laadmachines, weegtorens, auto- en treinbelading en –lossing.

Het track record van EBS over de afgelopen jaren is als volgt (bedragen in € miljoen):

E.B.S.	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investeringen	ROFA* (%)
2005	37,3	0,0		
2006	37,0	1,1	2,2	
2007	40,3	3,7	4,4	4,8
2008	45,5	4,6	2,1	5,7
2009	33,9	4,2	4,3	5,0
2010E	41,0	5,5	4,5	6,9

\*Return On Fixed Assets

Uit dit track record blijkt dat de directie van EBS er goed in slaagt het rendement op de vaste activa ('Return on fixed assets') geleidelijk te verhogen. In het recessiejaar 2009 bleef het resultaat verhoudingsgewijs goed op peil, ondanks een omzetteruggang

## INVESTMENT CASE

van ruim 25%, waarbij de aanvoer overigens meer dan halveerde. Dankzij snelle en doeltreffende maatregelen en een sterke bezetting van de ruime opslagfaciliteiten liep EBS geen grote averij op. Er werd drastisch gesneden in de kosten voor uitbesteed werk, inhuur derden, onderhoud en overige kosten. EBS heeft in 2008 een optie genomen op terrein West 4, dat direct grenst aan de Laurens haven Terminal. Er worden plannen ontwikkeld om dit terrein, van ruim vier hectare, te gaan ontwikkelen voor de uitbreiding van de bestaande activiteiten. In 2009 werd met een nieuwe klant een contract getekend voor de tijdelijke opslag van grondstoffen op de Europoortterminal en het transport van deze grondstoffen naar een nieuwe fabriek aan het Calandkanaal. Om de bevoorrading van deze fabriek soepel te laten verlopen is geïnvesteerd in twee nieuwe volautomatische vrachtautobeladers. Daarnaast zijn diverse gesprekken gaande in verband met het streven om op de Europoort Terminal additionele activiteiten te gaan ontwikkelen. Ook in 2010 blijft de focus op het constant optimaliseren van de service en de prestaties. Als onderdeel hiervan zal het bandensysteem van de Laurens haven Terminal worden verbeterd. Hiertoe zal onder meer een nieuwe (afslag)transportband worden gebouwd. In zogenaamde dagbouwkolens blijven veel ijzerdeeltjes achter. Met een nieuwe magneetinstallatie, die in het eerste halfjaar van 2010 is aangebracht, worden deze kolens ontijzerd. Op diverse kolens en transportbanden worden meetsystemen geïnstalleerd om de productie beter te kunnen volgen.

### **OBA Group B.V.** - **66,7% deelneming (economisch belang)**

HES Beheer heeft in september 1991 de meerderheid van de gewone aandelen OBA Group verworven. In 2001 zijn de prioriteitsaandelen omgezet naar gewone aandelen. Sindsdien hebben HES en Ovet Holding, waarin HES Beheer een belang van 33,3% houdt, elk een 50% aandeel in OBA.

Overslag Bedrijf Amsterdam (OBA), opgericht in 1954, is het grootste onafhankelijke bulkoverslagbedrijf in de Amsterdamse haven. OBA behandelt jaarlijks circa 19 miljoen ton kolens, agribulk, industriële mineralen en biomassa. Er zijn circa 115 medewerkers die jaarlijks een omzet van ruim € 45 miljoen genereren. OBA voert haar werkzaamheden uit op een terminal in de Amsterdamse Westhaven. Het lichten van grote zeeschepen vindt plaats in IJmuiden. OBA beschikt over 600.000 m<sup>2</sup> open opslag en 125.000 m<sup>3</sup> gesloten opslag.

Het track record van OBA Group is als volgt (bedragen in € miljoen):

OBA	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investerings	ROFA* (%)
2005	40,3	4,4	7,5	
2006	41,8	4,7	9,5	
2007	43,1	5,5	3,6	7,4
2008	46,2	7,9	5,3	8,8
2009	47,9	10,0	9,1	9,6
2010E	51,0	10,5	7,0	

\*Return On Fixed Assets

De cijfers van het track record wijzen op een gezonde groei van omzet, resultaat en gerealiseerd rendement. Er is daarbij stevig geïnvesteerd. Om verder te kunnen groeien in de belangrijke kolensmarkt was modernisering van de terminal van groot belang. Hiertoe is de afgelopen jaren fors geïnvesteerd in bandsystemen, een wagonbelader en revisies. De prestaties van OBA zijn hierdoor beduidend verbeterd. In september 2009 kwam een nieuwe 200 meter lange laadkade voor de binnenvaart gereed.

## INVESTMENT CASE

Hierop is een nieuwe verplaatsbare laadinstallatie geplaatst. Deze lichterbelader is medio januari 2010 in gebruik genomen. Deze is geschikt voor het beladen van dubbele duwbakkenstellen en binnenvaartschepen en heeft een maximale capaciteit van 3.000 ton per uur. Hiermee werd de totale doorzetcapaciteit van OBA verder vergroot. De nieuwe faciliteiten leveren tevens milieuwinst op. De modernisering is nu zo goed als afgerond, met uitzondering van het optimaliseren van de losfaciliteiten. Ter verbetering van de loscapaciteit en de efficiency is besloten om een 56 jaar oude 30 tons brugkraan te vervangen door een nieuwe 60 tons brugkraan met bijbehorend transportbandensysteem. De nieuwe kraan zal worden voorzien van een draadgetrokken kat, waarmee kortere cyclustijden kunnen worden gerealiseerd. Het nieuwe transportbandensysteem zal bestaan uit een nieuwe, circa 700 meter lange kadeband en een nieuwe band die parallel loopt aan een van de bestaande banden. Door een bestaande band en de nieuwe kadeband uit te rusten met schuifkoppen kunnen twee onafhankelijke lossystemen worden gecreëerd naar twee verschillende stackers. De nieuwe kraan zal begin 2011 in gebruik worden genomen. Alsdan is OBA in staat om twee kolenschepen gelijktijdig en met een goede losprestatie aan haar zeekade te lossen.

De aanleg van een tweede zeesluis bij IJmuiden is een stap dichtbij gekomen. De Amsterdamse gemeenteraad heeft in februari 2010 een positief besluit genomen over deze zeesluis. De intentie is om de zeesluis voor eind 2016 in gebruik te nemen. De nu soms lange wachttijden in de scheepvaart, omdat grotere schepen moeten wachten op een gunstig tij, zijn dan verleden tijd. Voor OBA betekent dit bovendien dat grotere schepen minder vaak behoeven te worden gelichterd.

### OVET Holding - 33,3% deelneming

De deelneming van HES Beheer in Ovet werd in september 1985 verworven via de participatie in Frans Swarttouw dat sinds 1972 aandeelhouder van Ovet was. Ovet is met terminals en drijfkransen actief in de havens van Terneuzen en Vlissingen in de overslag van kolen, cokes, petcokes en ertsen. De terminal in Vlissingen heeft een open verbinding met de Noordzee. De drijfkransen worden, behalve bij de eigen terminals, tevens gebruikt voor het lichten van grote zeeschepen via twee toegewezen ankerplaatsen in de Westerschelde. Ovet beschikt daarnaast over 480.000 m2 open opslag en 45.000 m3 gesloten opslag. De 100 medewerkers behandelen jaarlijks circa 7,5 miljoen ton kolen en industriële mineralen.

OVET Holding houdt belangen in OVET B.V. (100%), OBA Group (50%), OVET Shipping (75%), OVET Screening (67,5%) en overslagbedrijf De Feijter (50%). In haar rapportage laat HES Beheer de bijdrage van OBA aan het resultaat van Ovet Holding buiten beschouwing, omdat deze bijdrage (33,3% van 50%) reeds is meegenomen in de eerdervermelde rapportage van de OBA Group.

Het track record van Ovet is als volgt (bedragen in € miljoen):

OVET	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investeringen	ROFA* (%)
2005	25,1	3,8		
2006	22,0	1,9	4,0	
2007	22,4	3,0	8,4	8,3
2008	27,6	4,7	1,8	12,6
2009	28,4	6,2	5,3	13,2
2010E	32,0	7,5		

\*Return On Fixed Assets

## INVESTMENT CASE

De operationele winst van Ovet was in 2009 een van de beste sinds de oprichting van het bedrijf in 1957. Dit is op het eerste oog opmerkelijk, omdat Ovet voor circa 50% afhankelijk is van de staalindustrie en de voor Ovet relevante staalbedrijven hun productie in 2009 met meer dan 50% hadden teruggeschoefd. Daarnaast werd ook de elektriciteitsproductie voor het eerst sinds vele decennia getemperd. Aan de goede resultaten van Ovet lag een aantal oorzaken ten grondslag. Om uitstroom van kasmiddelen te beperken, heeft een aantal staalklanten de aanvoer van grondstoffen gegroepeerd, waardoor lading voor meerdere staalbedrijven met dezelfde boot werd aangevoerd. De haven van Vlissingen bleek geografisch gunstig te liggen om deze goederenstromen te behandelen. Door een levendige vraag van kolenklanten, die vanwege de lage kolenprijzen strategische voorraden wilden aanleggen, waren de opslagterreinen uitstekend bezet. Op de terminal in Vlissingen werd 5 hectare extra terrein gehuurd en verhard voor extra opslag. Dit terrein is binnen zes weken verhard en kon begin augustus volledig worden opgeleverd. Eind oktober 2009 werd een nieuwe multi-purpose vlakloods in gebruik genomen. Deze loods, van 45.000 m<sup>3</sup>, is verdeeld in zes compartimenten van elk 28 bij 36 meter (circa 1.000 m<sup>2</sup>) en heeft een lengte van 216 meter. Tenslotte is Ovet erin geslaagd om enkele nieuwe klanten en nieuwe trafieken aan te trekken. Op de terminal in Vlissingen van Ovet is in augustus 2010 een hectare extra opslagterrein in gebruik genomen.

**H.E.S. UK Ltd.** - **100% deelneming**  
**New Holland Bulk Services**

In het voorjaar van 1983 besloot HES Beheer tot de bouw van een terminal in North Lincolnshire, aan de rivier de Humber: New Holland Bulk Services Ltd. Het exportgedeelte werd in september 1983 in gebruik genomen, terwijl het import- en opslaggedeelte medio 1984 operationeel werd. De over- en opslagcapaciteiten werden in 1993 uitgebreid met een vestiging in Hull, waar grotere schepen kunnen worden behandeld dan in North Lincolnshire. De twee terminals behandelen jaarlijks circa 1 miljoen ton agribulk, biomassa en minerale bulkproducten. Met circa 26 medewerkers wordt een jaaromzet van circa € 5 miljoen gerealiseerd. Zusterbedrijf New Holland Shipping and Forwarding Ltd is gespecialiseerd in scheepsagenturen, maar beperkt in omvang.

Het track record van HES U.K. is als volgt (bedragen in € miljoen):

NHBS	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investeringen	ROFA* (%)
2005	5,9	0,7		
2006	5,1	0,4	0,4	
2007	5,2	0,8	2,8	7,6
2008	5,6	1,1	0,9	9,6
2009	5,1	1,4	2,6	9,3
2010E	5,2	1,4	1,0	

\*Return On Fixed Assets

De bescheiden Engelse operatie behaalt een tevredenstellend rendement. Zelfs in het recessiejaar 2009 werd een goed resultaat geboekt ondanks dat de aanvoer 11,2% lager was dan in 2008. Daartegenover stond een sterke bezetting van de vlakloodsen. De aanvoer hield verhoudingsgewijs redelijk stand dankzij een hoog aanbod van biomassa en veel export van granen in de eerste zeven maanden. NHBS beschikt inmiddels over zes vlakloodsen. Om in te spelen op de toenemende vraag naar opslag, de kwaliteit van de opslag te verbeteren en verder te besparen op kosten voor opslag bij derden, werd in juni 2009 besloten tot de bouw van de zesde vlakloods in North Lincolnshire. Deze loods, van 127 bij 60 meter en een effectieve opslagcapaciteit van 15.000 ton, ligt parallel aan de vijfde loods en kon eind 2009 in gebruik worden genomen.

## INVESTMENT CASE

### Botlek Tank Terminal - 50%-belang

De rechtsvoorganger van BTT, Maas Silo B.V., werd in 1999 opgericht door vier Rotterdamse bedrijven, waaronder HES Beheer. BTT was tot eind 2009 een volledig gecertificeerd op- en overslagbedrijf in de Rotterdamse Botlek voor granen en derivaten met de mogelijkheid deze grondstoffen te bewerken. BTT heeft op dit moment de beschikking over een tankopslag van 11.000 m3. Sinds augustus 2008 zijn Noble Netherlands, een dochter van Noble Group Limited met hoofdkantoor in Hongkong, en HES Beheer op 50/50 basis eigenaar van BTT.

De huidige eigenaren hebben ambitieuze plannen ontwikkeld voor een gefaseerde, aanzienlijke uitbreiding van de faciliteiten om natte bulk te behandelen in de Rotterdamse haven. De eerste fase (200.000 m3) van deze metamorfose zal in het vierde kwartaal van 2011 operationeel zijn. De tweede fase (350.000 m3) zal direct volgen en deze zal naar verwachting in 2014 operationeel zijn. Met de totale uitbreiding is een investeringsbedrag van maximaal € 150 miljoen gemoeid. Ongeveer € 70 miljoen hiervan komt voor rekening van de eerste fase.

Het track record van BTT is als volgt (bedragen in € miljoen):

BTT	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investeringen	ROFA* (%)
2005	3,8	0,2		
2006	4,0	0,4	0,2	
2007	3,9	0,2	0,3	12,1
2008	3,5	0,2	0,4	10,0
2009	3,3	0,0	2,2	
2010E	NM	0,0	17,5	

\*Return On Fixed Assets

### Rotterdam Bulk Terminal - 50%-belang

Rotterdam Bulk Terminal werd in 1999 mede door HES Beheer opgericht. RBT richt zich vooral op de drogebulkmarkt dan wel niches daarvan. Het bedrijf beschikt met een terminal aan de Vulcaanhaven in Vlaardingen over ruime faciliteiten voor de overslag, opslag en bewerking van drogebulkproducten. De voormalige vissersplaats Vlaardingen kon mede vanwege de doorvoer van steenkool en ijzererts via de Vulcaanhaven naar het Duitse Ruhrgebied in de eerste decennia na de Tweede Wereldoorlog uitgroeien tot een belangrijke zeehaven in Nederland. Jaarlijks worden door 26 medewerkers circa 2,5 miljoen ton producten behandeld. RBT beschikt over 36.000 m2 open opslag en 155.000 m3 gesloten opslag.

RBT heeft medio 2009 een havenloods, silo's en een weegbrug overgenomen van een voormalige klant en het Havenbedrijf Rotterdam. Met deze overname werd de schaalgrootte van RBT belangrijk uitgebreid, waarmee de kans op een beter rendement op bestaande machines werd vergroot.

## INVESTMENT CASE

Het track record van RBT is als volgt (bedragen in € miljoen):

RBT	Omzet	Genormaliseerd resultaat	Investerings	ROFA* (%)
2005	5,5	0,0		
2006	5,5	0,1	0,7	
2007	6,0	0,0	0,2	8,1
2008	5,0	-0,7	0,2	0,4
2009	3,8	-0,1	1,2	
2010E	5,5	0,2		

\*Return On Fixed Assets

HES Beheer houdt tevens een belang van 15% in Vulcaanhaven Storage B.V. Dit opslagbedrijf beschikt over twee opslagloodsen voor droge bulk in Vlaardingen met een capaciteit van 45.000 m3. Op een jaaromzet van circa € 0,5 miljoen werd in 2009 een break even resultaat gerapporteerd.

### Track record

Het track record van HES Beheer over de laatste tien jaar vertoont het volgende beeld (bedragen in € miljoen):

HES	Omzet	Genormaliseerd nettoresultaat	Bijzondere resultaten	Netto Resultaat	ROFA* (%)
2000	46,5	-6,6	0,1	-6,5	
2001	66,3	-2,0	2,6	0,6	
2002	68,6	1,9	0,1	1,9	
2003	65,9	2,5	0	2,5	
2004	60,4	4,2	10,2	14,4	
2005	63,4	8,0	3,1	11,0	6,1
2006	63,2	8,8	0	8,8	6,0
2007	69,9	12,1	2,3	14,4	7,4
2008	78,3	13,5	0,9	14,4	8,3
2009	66,5	16,7	0	16,7	8,7
2010E	75,8	20,8	0	20,8	9,8
2011E	79,0	21,5	0	21,5	10,0

\*Return On Fixed Assets

Het track record toont een imposant rendementsherstel over de gemeten periode. De verlieslatende exploitatie tot 2002 was met name het gevolg van een te langdurige focus op de marginaal renderende en krimpde agribulksector. De sterke daling in de aanvoer van veevoedergrondstoffen leidde tot een structurele onderbezetting van de beschikbare capaciteit. Met de verkoop van een van de twee EBS Europoort Terminals (gericht op de verwerking van agribulkgrondstoffen) per 1 april 2004 werd het accent definitief verlegd in de richting van de energiesector. Hiermee werd voldoende kapitaal vrijgemaakt – in totaal € 27,3 miljoen, waarvan een bedrag van € 10,2 miljoen in 2004 als bijzonder resultaat werd aangemerkt – om de gewenste expansie en bijkomend investeringsprogramma in het kernbedrijf te kunnen uitvoeren.

## INVESTMENT CASE

- De omzetsprong in 2001 komt voort uit de consolidatie van 49,97% van OBA Group. Voorts dient te worden bedacht dat de proportionele omzet van de minderheidsdeelnemingen EMO en Ovet Holding niet in de hier weergegeven cijferopstelling is meegenomen. Wanneer hiervoor wel wordt geopteerd, dan zou de omzet over 2008 € 129,3 miljoen en over 2009 € 119,7 miljoen hebben bedragen;
- HES Beheer heeft gedurende de recessie van 2008 – 2010 weliswaar te kampen gehad met fors lagere overslagcijfers die leidden tot een daling van de omzet van 15% in 2009, maar kon niettemin toch een fors hoger netto resultaat (+24%) rapporteren, omdat de inkomsten uit opslag aanzienlijk stegen, terwijl tegelijkertijd een kostenbesparingsprogramma het gewenste effect sorteerde. De stijgende vraag naar opslag is een direct gevolg van de gewijzigde marktsituatie. Er is sinds eind 2008 sprake van een sterke contango situatie in de markt. Hierbij liggen de spotprijzen voor kolen en ijzererts lager dan de termijnmarktprijzen. In een dergelijke situatie kan het voordelig zijn om voorraden op te bouwen, cq aan te houden. Omdat de beschikbare ruimte op strategisch geschikte lokaties beperkt is, weet HES haar unique selling point op dit punt uitstekend te gelde te maken.

### Cashflow overzicht

De laatste jaren heeft HES Beheer aanzienlijke investeringen uitgevoerd om de winstgevendheid naar een bevredigend niveau te brengen. (Bedragen in € miljoen):

HES	Investeringen	Afschrijvingen	Cashflow	Schulden	Eigen Vermogen
2006	20,9	8,4*	29,3*	7,2	57,3
2007	21,5	10,0*	31,5*	8,2	66,6
2008	11,1	10,9	22,0	7,4	70,2
2009	18,3	10,2	28,5	6,3	80,8
2010 <sup>E</sup>	27,0	11,0	38,0		
2011 <sup>E</sup>	28,5	11,5	40,0		

\* taxatie Add Value Fund

De hier vermelde bedragen betreffen het aandeel van HES Beheer in de totaalinvesteringen van haar deelnemingen. Ter vergelijking: het totaalbedrag van de investeringen van de deelnemingen in 2009 op 100%-basis bedroeg € 30,7 miljoen. De hoogste investeringen kwamen voor rekening van EMO (€ 6,0 miljoen) en OBA (€ 9,1 miljoen).

Voor 2010 en volgende jaren is een aanzienlijk hoger investeringsbedrag voorzien. De om- en uitbouw van Botlek Tank Terminal zal gefaseerd een investering van circa € 150 miljoen omvatten, waarvan de eerste fase – tot najaar 2011 - een investering van € 70 miljoen betreft. HES Beheer zal in de joint venture de helft van deze investering financieren – zie hierna 'Project BTT'.

Naast het Project BTT blijft de Groep ook stevig investeren in de droge bulksector. In 2009 kunnen deze investeringen als volgt worden samengevat:

- EMO:** verplaatsingskosten en bestrating in verband met het Electrabel project, renovatie losbruggen, grijpers en milieu;
- OBA:** revisie drijvende kraan, nieuwe brugkraan, nieuwe laadkade en lichterbelader, extra opslagterrein;
- EBS:** revisies drijfkransen en brugkraan, vrachtautobeladers;
- Ovet:** vlakloods en verharding extra terreinen;
- NHBS:** nieuwe vlakloods, hulpapparatuur, milieu en IT;
- RBT:** overname opslagfaciliteiten en weegbrug.

## INVESTMENT CASE

Er wordt door HES prioriteit gegeven aan investeringen die leiden tot een hogere efficiency en minder onderhoud alsmede investeringen met een korte terugverdientijd en die aan bepaalde rendementseisen voldoen.

In de eerste helft van 2010 werd door de geconsolideerde deelnemingen voor een bedrag van € 13,5 miljoen geïnvesteerd (2009H1: € 3,2 miljoen). Voor geheel 2010 taxeren wij investeringen van circa tweemaal dit bedrag, terwijl voor 2011 een lichte verdere toename mag worden verondersteld.

Uit bovenstaand overzicht is de gestage stijging van de solvabiliteitsratio opvallend. De eind 2009 bereikte hoge solvabiliteitswaarde van 72,4% zal de komende jaren worden benut om de diversificatie en verbreding van de Groep mede te financieren.

### Balans

Per 30 juni 2010 was de balansstructuur als volgt (bedragen in € miljoen):

<b>Vaste activa</b>		<b>Eigen Vermogen</b>		
*	Materiële activa	57,7	* Eigen Vermogen	85,8
*	Immateriële activa	1,7		
*	Financiële activa	37,6	<b>Korte Schuld</b>	
<b>Vlottende activa</b>			* Bankschuld	3,2
*	Vorraden	0,2	* Overige korte schuld	23,5
*	Vorderingen	14,0	<b>Lange Schuld</b>	
*	Liquide middelen	14,2	* Leningen o/g	7,0
			* Latente belasting	0,9
			* Voorz. Personeelsbeloning	2,9
			* Overige voorzieningen	2,1
<b>Totaal</b>		<b>125,4</b>		<b>125,4</b>

- De totale aanschafwaarde van de Materiële activa bedraagt € 229 miljoen, waarvan ruim 72% betrekking heeft op de post Machines en installaties. De aanschafwaarde van de post Bedrijfsgebouwen representeert 23% van de materiële activa. De bedrijfsgebouwen worden over een periode tot 30 jaar afgeschreven, welke termijn voor machines en installaties varieert van 5 tot 30 jaar. De boekwaarde van een actief wordt onmiddellijk afgewaardeerd tot realiseerbare waarde als de realiseerbare waarde onder de boekwaarde van het actief ligt;
- Het bedrag vermeld onder immateriële activa betreft de betaalde goodwill bij uitbreiding van het aandeel in BTT van 40 naar 50% in 2008;
- Onder financiële activa zijn de minderheidsdeelnemingen in Ovet Holding (33,3%) en EMO/EKOM (31%) opgenomen. De Groep classificeert financiële activa in de volgende categorieën: tegen reële waarde met verwerking van waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening, leningen en vorderingen en voor verkoop beschikbare financiële activa;



## INVESTMENT CASE

- Aangezien de opgeslagen producten geen eigendom zijn van HES Beheer ontbreekt de post Voorraden nagenoeg geheel op de balans;
- Diverse materiële vaste activa met een boekwaarde van € 21,7 miljoen zijn als zekerheid gesteld voor schulden aan banken. De Groep heeft totale kredietfaciliteiten van € 28,2 miljoen, waarvan per ultimo 2009 € 5,8 miljoen werd gebruikt;
- Ultimo juni 2010 bedroeg de solvabiliteit 68,4% tegenover 72,4% per 31 december 2009. De daling houdt verband met het investeringsprogramma in de natte en droge bulk. Deze investeringen vormen eveneens de belangrijkste reden voor de balansverlenging van € 111,5 miljoen naar € 125,4 miljoen (+12,5%) gedurende het afgelopen halfjaar. Het ligt in de lijn der verwachting dat de solvabiliteitsratio de komende drie jaar verder zal terugvallen als gevolg van de tenuitvoerlegging van het omvangrijke investeringsprogramma. Er is echter ruim voldoende marge alvorens de door de directie gestelde ondergrens van 35% in zicht komt;
- Ultimo 2009 beschikte de fiscale eenheid HES Beheer over een fiscaal compensabel verlies van € 113 miljoen. Als gevolg van gewijzigde wetgeving, waarbij verliesverrekening is beperkt, dreigde dit fiscaal compensabele verlies na 2011 volledig te verdampen. Met de Belastingdienst werd overeenstemming bereikt over een fiscale herstructurering bij dochterbedrijf EBS per 1 januari 2010, waardoor € 70,5 miljoen van deze compensabele verliezen werd 'verjongd';
- In overeenstemming met het niet waarden van de fiscaal compensabele verliezen, zijn de latente belastingvorderingen niet opgenomen in de balans en resultatenrekening, omdat deze nog niet zijn gerealiseerd en afhankelijk zijn van mogelijk toekomstige fiscale winsten bij een van de dochterbedrijven.

### De Botlek Tank Terminal

HES Beheer wil inspelen op de groeiende behoefte aan op- en overslag van natte bulkproducten in Nederlandse zeehavens. Op 17 maart 2010 maakte de directie bekend dat de natte bulk een belangrijke tweede pijler onder HES moet worden. De forse uitbreiding bij Botlek Tank Terminal (BTT), een 50/50 joint venture van HES Beheer en Noble Netherlands, moet als eerste stap in deze richting worden beschouwd.

Het contract voor de uitbreiding van de tankopslag van BTT, van 11.000 m<sup>3</sup> naar 200.000 m<sup>3</sup>, werd op 18 maart 2010 getekend. Het gaat om 130.000 m<sup>3</sup> opslagtanks voor minerale oliën en 70.000 m<sup>3</sup> opslagtanks voor plantaardige oliën of biodiesel. Voor ruim 50% van de nieuwe opslagcapaciteit zijn al meerjarige contracten met klanten gesloten. Het betreft hier met name joint venture partner Noble (marktkapitalisatie: € 7,3 miljard) die uiteindelijk 50% van de beschikbare opslagcapaciteit zal afnemen via langetermijn contracten tegen marktconforme tarieven.

Dit betreft de eerste fase van een ambitieus uitbreidingsplan. Met deze fase is een investeringsbedrag van circa € 70 miljoen gemoeid. Rabobank Rotterdam treedt voor een bedrag van € 58 miljoen op als externe financier. Naar verwachting zal de bouw van de eerste fase in het vierde kwartaal van 2011 zijn afgerond. De investering voldoet aan de interne norm die HES Beheer hanteert voor wat betreft het rendement op vaste activa (ROFA) van 10%.

Op 9 juli 2010 tekenden het Havenbedrijf Rotterdam en BTT een huurovereenkomst in verband met de tweede fase van uitbreiding van de tankopslagcapaciteit van BTT. Het Havenbedrijf heeft zich hiermee verplicht tot het dempen van een deel van de haven in de Botlek, grenzend aan de huidige BTT-locatie. Het Havenbedrijf Rotterdam investeert rond € 25 miljoen in de aanleg van het terrein van bijna 5 hectare. Als de MER-procedure volgens plan verloopt, kan het dempen medio 2011 starten en zal het project medio 2013 zijn afgerond. BTT zal het na demping ontstane terrein met kademuur van ruim 400 meter huren. De huidige terminal wordt hiermee in omvang verdubbeld. De huurovereenkomst heeft een looptijd van 25 jaar vanaf de datum van oplevering van het nieuwe perceel, met een optie tot verlenging met nog eens 25 jaar. Het is de bedoeling om op dit extra terrein circa 350.000 m<sup>3</sup> tankopslag te realiseren. Na voltooiing van de tweede fase in 2014 zal BTT over circa 550.000 m<sup>3</sup> opslagcapaciteit beschikken voor een gevarieerd pakket natte bulkproducten, zoals minerale oliën, ethanol, (bio)diesel en plantaardige oliën.

## INVESTMENT CASE

Naar verwachting zal het BTT-project in 2014 voor circa € 15 tot 20 miljoen bijdragen aan de groepsomzet (totaal joint venture: € 30 – 40 miljoen) en substantieel aan het bedrijfsresultaat. De nieuwwaarde van het BTT-project kan worden geschat op ruim € 250 miljoen. HES beschouwt de uitbreiding van BTT als een eerste stap in de ambitie om de natte bulk tot tweede pijler onder het concern op te waarden. Momenteel wordt onderzocht of het terrein waar het hoofdkantoor staat ontwikkeld kan worden voor natte bulk en kijkt de directie ook naar acquisities.



### Management

De eenhoofdige directie van HES Beheer wordt gevormd door de heer Harmen Sliep (1961), in dienst sinds 1997 en drie jaar later benoemd tot directeur. De heer Sliep is tevens directeur van OVET Holding en BTT en is commissaris bij de overige HES-deelnemingen. Het managementteam van HES Beheer wordt gevormd door Harmen Sliep en mevrouw Elly Groenendijk (1954), in dienst sinds 1976. Mevrouw Groenendijk is directeur Speciale Projecten (sinds 1997) en is tevens secretaris van de vennootschap. Daarnaast is mevrouw Groenendijk commissaris bij NHBS.

De Raad van Commissarissen bestaat uit de heren:

- Mr J.P. Peterson (1943);
- Drs W. Cordia (1940);
- Mr S.W.A. Lak (1954);
- F. Tielrooij (1942).

## INVESTMENT CASE

### Grotaandeelhouders

Per 31 december 2009 waren 8.752.136 aandelen uitgegeven met een nominale waarde van € 1,00 per aandeel. In het kader van de Wet Melding Zeggenschap zijn de volgende aandeelhouders bekend met een belang boven de 5%:

▪ Exploitiemaatschappij Westerduin B.V.	21,27%
▪ St. Administratiekantoor P.P.F. Participatiefonds	9,85%
▪ Plimsoll N.V.(W. Cordia)	9,54%
▪ A. Strating	6,06%
▪ Gestion Deelnemingen V B.V.	5,87%
▪ Menor Investments B.V.	6,51%
▪ Roosland Beheer B.V.	5,20%
▪ I. Onderdijk	5,01%
<b>Subtotaal</b>	<b>69,31%</b>
▪ Add Value Fund	0,77%
<b>Totaal</b>	<b>70,08%</b>

De free float van de aandelen bedraagt ongeveer 30%. De gemiddelde dagomzet in aandelen HES Beheer over de laatste 200 beursdagen op de beurs van NYSE Euronext Amsterdam bedroeg 2.216 stuks.

### Analyse halfjaarcijfers

In € mln	2010 H1	2009 H2	2009 H1	2008 H2	2008 H1	2007 H2	2007 H1
<b>Omzet</b>	<b>36,0</b>	<b>34,8</b>	<b>31,7</b>	<b>41,4</b>	<b>36,9</b>	<b>36,8</b>	<b>33,1</b>
Kosten uitbesteed werk	5,4	5,2	4,4	8,3	6,8	6,9	7,1
Onderhoudskosten	3,6	3,7	2,8	4,9	3,8	5,4	3,4
Personeelsbeloningen	11,1	10,3	10,8	10,8	11,7	10,4	11,0
Afschrijvingen en amortisaties	3,1	2,9	3,0	3,2	2,9	3,1	2,5
Overige bedrijfskosten	8,0	7,3	7,3	9,4	8,1	7,4	6,6
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>
Resultaat deelnemingen	5,9	6,1	3,4	3,2	3,9	5,7	2,8
<b>Bedrijfsresultaat incl. deeln.</b>	<b>10,9</b>	<b>11,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>	<b>5,6</b>
Financieringskosten	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Resultaat voor belastingen</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>5,4</b>
Belastingen	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4
<b>Netto resultaat</b>	<b>9,9</b>	<b>10,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,5</b>	<b>5,0</b>
Winst per aandeel (€)	1,13	1,22	0,69	0,78	0,87	1,07	0,57

Opmerking: het bedrijfsresultaat over de eerste helft van 2008 is geflatteerd door een boekwinst op verkoop van materiële vaste activa ten bedrage van € 0,8 miljoen.

## INVESTMENT CASE

Volledig geconsolideerd worden HES Beheer, EBS en NHBS. De bedrijven OBA Group, RBT en BTT worden proportioneel, elk voor 50%, geconsolideerd. De winstbijdragen van EMO en OVET Holding worden vermeld onder "Resultaat deelnemingen".

Uit dit track record valt op te maken dat HES Beheer de gevolgen van de wereldwijde recessie het sterkst voelde in de tweede helft van 2008 en de eerste helft van 2009. Opvallend is dat HES Beheer ook onder extreem moeilijke economische omstandigheden in deze periode ruimschoots winstgevend bleef. Het alerte ingrijpen van de directie heeft ertoe geleid dat vanaf de tweede helft van 2009 de winstgevendheid spectaculair is hersteld ondanks dat de groepsozmet nog niet geheel is teruggekeerd op de pre-crisis niveaus. Daarbij spelen de sterk gestegen opbrengsten uit opslag overigens een prominente rol.

Dankzij een 25% stijging van de aanvoer (proportioneel) en een onverminderd sterke vraag naar opslag, heeft HES Beheer in de eerste helft van 2010 een netto resultaat van € 9,9 miljoen gerealiseerd (eerste halfjaar 2009: € 6,0 miljoen). De netto winst per aandeel steeg van € 0,69 naar € 1,13. De bijdragen van EMO (belang: 31%), OVET (belang: 33,3%) en EBS (100%) waren fors hoger, terwijl ook de winst van OBA (belang 67%) sterk verbeterde. Het Engelse NHBS (100%) bleef goed presteren. Naar evenredigheid van HES Beheer's participatie in haar verschillende deelnemingen was de aanvoer 25% hoger dan in het eerste halfjaar van 2009. Vooral de overslag van ijzererts vertoonde een krachtig herstel vanwege de hogere bezettingsgraad van Europese staalfabrieken. De proportionele aanvoer van kolen nam eveneens toe, terwijl de aanvoer van agribulk en biomassa achterbleef bij dezelfde periode van 2009. De opslagfaciliteiten bleven over de gehele linie sterk bezet. De huuropbrengsten lagen per saldo zelfs op een licht hoger niveau dan in het qua opslag goede eerste halfjaar van 2009. Dit was mede het gevolg van een onveranderd hoog contango gehalte in de markt. Met name de vraag naar opslagruimte voor ijzererts was zeer hoog vanwege kortere contracten die staalproducenten afsloten met de mijnbouwondernemingen.

### Derde kwartaal 2010

In het derde kwartaal van 2010 realiseerde HES Beheer een netto resultaat van € 6,1 miljoen, hetgeen een toename van € 0,2 miljoen inhield ten opzichte van dezelfde periode van 2009. Het netto resultaat t/m september van € 16,0 miljoen kwam hiermee 34% hoger uit dan dezelfde periode van 2009 (€ 11,9 miljoen). De stijging van de aanvoer van droge bulkgoederen bleef gehandhaafd op 25% en er was een onverminderd goede bezetting van de uitgebreide opslagfaciliteiten. Vooral de vraag naar open opslag bleef sterk. Door de toegenomen bedrijfsdrukke stegen de kosten, maar deze stijging bleef beperkt tot 13,7%.

De 34% groei van het cumulatieve nettoresultaat was vooral te danken aan een forse winsttoename bij de minderheidsdeelnemingen EMO en Ovet Holding en een aanzienlijke verbetering van het resultaat van EBS. Ook de bijdrage van OBA (66,7%-belang) was duidelijk hoger dan in de eerste negen maanden van 2009. NHBS bleef op hetzelfde goede niveau van 2009.

In vergelijking met het halfjaarbericht viel op dat de overslag van ijzererts een zeer sterk herstel blijft vertonen vanwege de hogere bezettingsgraad van Europese staalfabrieken die nagenoeg weer op volle capaciteit draaien door de toegenomen vraag uit de industrie. De proportionele aanvoer van kolen vertoonde daarentegen slechts een geringe stijging, terwijl de aanvoer van agribulk en biomassa duidelijk hoger was dan dezelfde periode van 2009.

### Projectie 2010 en 2011

De HES-directie verwacht dat de aanvoer en opslag ook in het tweede halfjaar van 2010 goed op peil zullen blijven en dat het recordresultaat van 2009 ter grootte van € 16,7 miljoen in 2010 met met tenminste 20% zal worden overtroffen. Deze prognose werd bij de publicatie van de derde kwartaalcijfers opwaarts bijgesteld. Bij het uitbrengen van de halfjaarcijfers werd slechts een verwachte winststijging van tenminste 10% in het vooruitzicht gesteld. Nochtans beschouwen wij de verhoogde prognose nog steeds als conservatief. Deze impliceert namelijk een nettowinst van tenminste € 4,04 miljoen over het vierde kwartaal van 2010, hetgeen vergeleken met dezelfde periode van 2009, toen € 4,8 miljoen werd verdiend, een daling van ruim 15% zou impliceren.

## INVESTMENT CASE

Wanneer wordt uitgegaan van een nul-groei in het vierde kwartaal van 2010 komt de jaarwinst uit op € 20,8 miljoen, + 24% ten opzichte van 2009, en een winst per aandeel van € 2,38.

De vooruitzichten voor 2011 zijn met meer onzekerheid omgeven. Enige afvlakking van de groei van de wereldhandel kan zich vertalen in een lagere groei van de overslagactiviteit. Bovendien is een lagere contangograad in de loop van 2011 een redelijke aanname, hetgeen de huidige hoge winstgevendheid van de opslagactiviteiten iets zou reduceren. Tenslotte gaan bij het investeringsprogramma inzake BTT de kosten voor de baat uit. Vandaar dat wij voor 2011 vooralsnog slechts een licht hoger netto resultaat taxeren van € 21,5 miljoen, overeenkomend met een winst per aandeel van € 2,45 (+2,5% ten opzichte van WPA 2010E).

### Projectie middellange termijn

De perspectieven van HES Beheer voor de middellange termijn zijn goed te noemen. De volgende factoren onderbouwen deze stelling:

1. Kolen zijn over het algemeen relatief goedkoper dan andere energiedragers;
2. De komende jaren zal Duitsland meer energiekolen gaan importeren vanwege de geleidelijke sluiting van de kolenmijnen. Duitse kolenmijnen produceren nu nog jaarlijks gemiddeld 2 miljoen ton per jaar. Er is nog 20 miljoen ton winbaar, zodat naar verwachting over tien jaar de Duitse mijnen zullen zijn gesloten;
3. De uitbreiding van het aantal kolencentrales in Nederland (2) en Duitsland (6);
4. Het feit dat er ruimte is voor een verdere verhoging van de operationele performance, waardoor de ROFA tot boven de interne doelstelling van 10% moet kunnen stijgen;
5. De opbouw van een nattebulk tak die vanaf 2014 naar verwachting € 15 – 20 miljoen zal toevoegen aan de omzet (+ 25% boven huidige omzet!) en substantieel (minimum ROFA 10%) aan de resultaten zal bijdragen;
6. Het feit dat de opslagcapaciteit van HES in de toekomst structureel beter lijkt te zullen renderen dan in de periode tot 2009;
7. Recent werd het rapport Havenvisie 2030 van het Havenbedrijf Rotterdam gepubliceerd. Uit de conclusies van dit rapport zijn onder andere de volgende twee charts ontleend (zie bijlage 1). Hieruit kan worden afgeleid dat de verwachte trendmatige groei voor de natte bulk hoger wordt ingeschat dan die van de droge bulk activiteiten. Tevens kan hier uit worden afgeleid dat er zelfs in een economisch somber scenario ("High Oil Price") sprake zal zijn van (bescheiden) groei.

Wij menen dat op grond van voornoemde factoren omzet en winst van HES Beheer in de jaren na 2011 trendmatig verder zullen kunnen toenemen. Voor 2014 zou dit globaal kunnen leiden tot het realiseren van de ROFA-norm van 10% bij een omzet van circa € 125 miljoen. De winst per aandeel zou in een dergelijk scenario kunnen stijgen tot een niveau van € 3,50 – 3,75 en het dividend, bij een ongewijzigde pay out van 50%, tot € 1,75 – 1,85.

In vergelijking met grote broer **Vopak** noteert het aandeel HES Beheer thans op een discount van 20% wanneer een vergelijking op basis van EV/EBITDA wordt gemaakt.

Op basis van een jaarlijkse samengestelde groei van 15% zou de beurskoers van HES Beheer in 2014 uitkomen op € 52,50 vanaf de huidige waarde van € 32,-. Alsdan zou circa 14,5 maal de getaxeerde winst voor de aandelen HES Beheer worden betaald en komt het dividendrendement op circa 4%.

## INVESTMENT CASE

### Overige informatie

Deze Investment Case is door de onderneming gecontroleerd op feitelijke onjuistheden of fouten.

Enkele personen van het beheerteam hebben door het participeren in het Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.

Amsterdam, 17 december 2010

Voor aanvullende informatie kunt u contact opnemen met:

Keijser Capital Asset Management B.V.  
Keizersgracht 410  
1016 GC Amsterdam  
The Netherlands

**T** +31 (0)20 531 21 21  
**F** +31 (0)20 531 21 95  
**E** info@kcam.nl  
**W** addvaluefund.nl

### Disclaimer & Disclosures

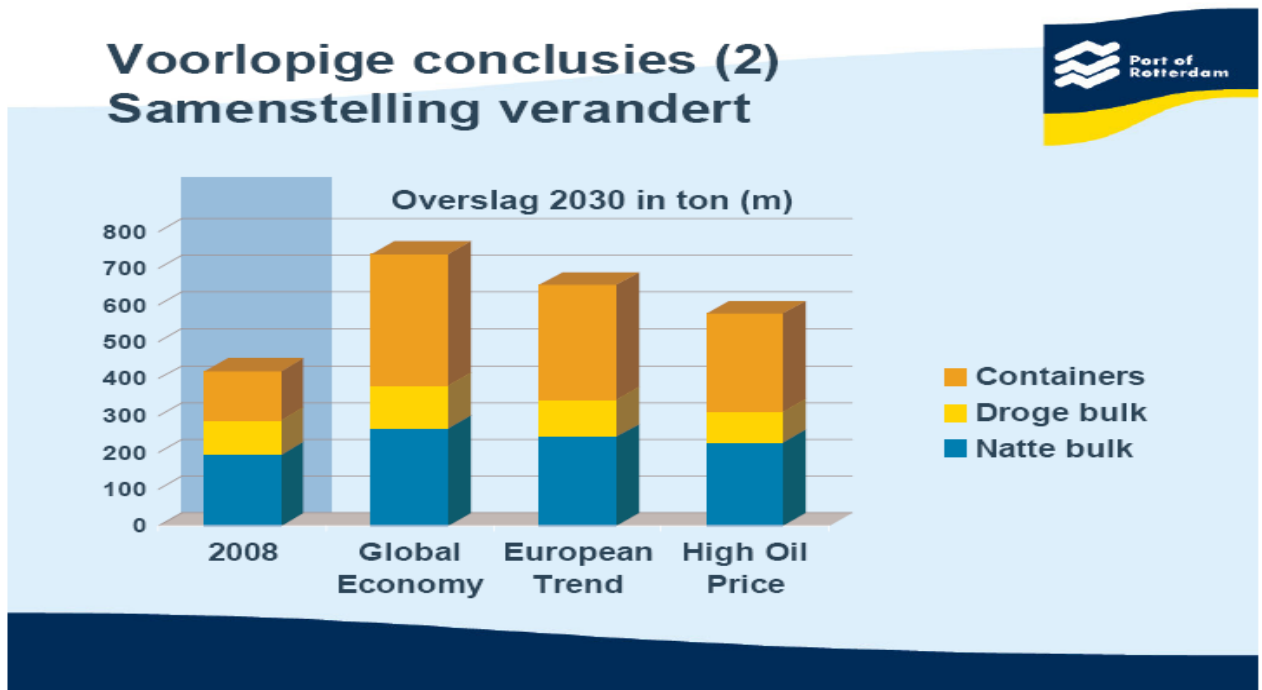
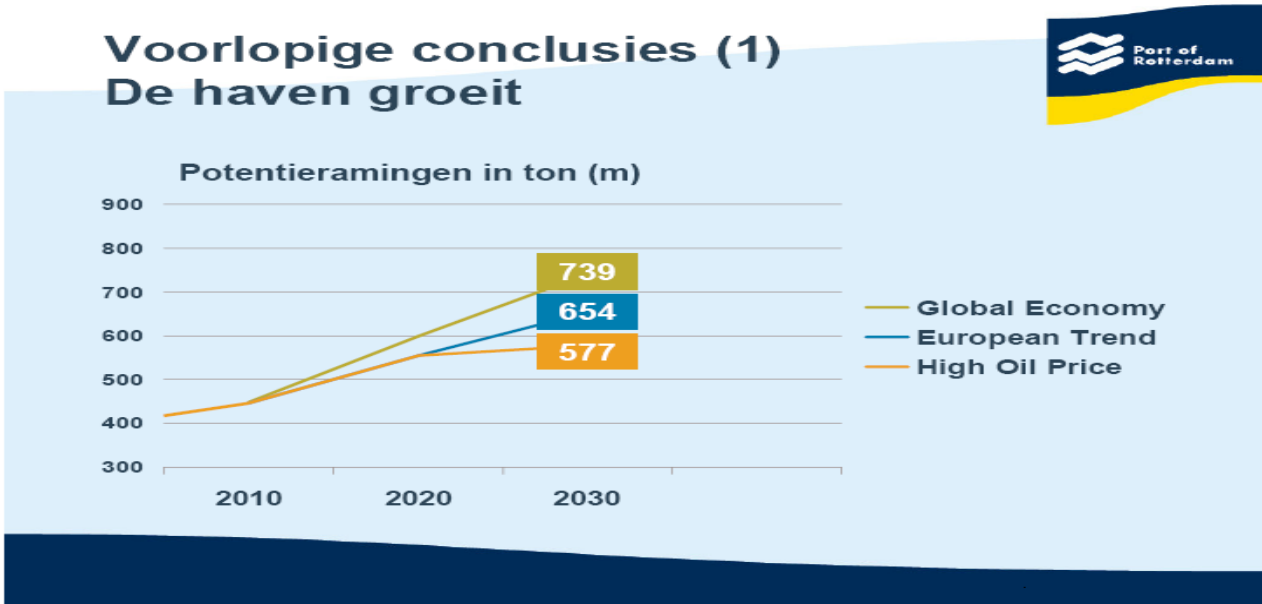
Het onderhavige rapport is een Investment Case. Keijser Capital Asset Management B.V. is de producent van dit rapport ten behoeve van de voorlichting van de (potentiële) aandeelhouders in het Add Value Fund, dat wordt beheerd door Keijser Capital Asset Management B.V. De kwalitatieve en kwantitatieve standpunten in dit rapport zijn de weergave van de visie van de fondsbeheerders. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financiële titel en moet evenmin worden beschouwd als een beleggingsadvies. Dit verslag is gebaseerd op informatie die Keijser Capital Asset Management B.V. betrouwbaar acht, maar Keijser Capital Asset Management B.V. garandeert niet dat deze informatie juist en/of volledig is, zodat op de inhoud van dit rapport niet als zodanig mag worden vertrouwd. De meningen in de Investment Case zijn een weergave van de huidige visie van Keijser Capital Asset Management B.V. op de datum van het verschijnen van dit rapport. Deze Investment Case is opgesteld zonder rekening te houden met de individuele financiële situatie en doelstellingen van de personen die de Investment Case ontvangen. Keijser Capital Asset Management B.V. aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

### Methodologie

Keijser Capital Asset Management B.V. geeft geen koop- of verkoopbevelingen ten aanzien van de in de Investment Cases besproken ondernemingen, maar belicht slechts in kwalitatieve zin de sterke en zwakke punten van deze ondernemingen. Keijser Capital Asset Management B.V. beoogt met de Investment Cases tot een juiste waardebeoordeling van de besproken ondernemingen te komen, daarbij gebruik makend van verschillende aannames en onder verschillende scenario's. De Investment Cases zijn uitsluitend bedoeld om (potentiële) aandeelhouders in het Add Value Fund te voorzien van grondige analyses die dienen als een onderbouwing van het beleggingsbeleid van Keijser Capital Asset Management B.V. in het kader van het Add Value Fund.

# INVESTMENT CASE

Bijlage 1



## INVESTMENT CASE

### Bijlage 2

## Voorlopige conclusies (3)



- Kwantitatief
  - In alle scenario's groei overslag
- Kwalitatief
  - Aard van de economische ontwikkeling bepaalt verandering in de verhouding tussen de segmenten
- Containers
  - Containers worden in alle scenario's belangrijker