



Bolero

TOPIC

11 actions Benelux trop lourdement sanctionnées par le coronavirus

30 mars 2020

PAR LES ANALYSTES DE KBC SECURITIES ("COVID-19'S STOCK MARKET RESET"),
RESUMÉ POUR VOUS PAR KBC SENIOR FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS &
RESPONSABLE MARKETING BOLERO SARAH DE PAUW



Dans ses **TOPICS**, Bolero approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

Comment investir en période de coronavirus ? Quel impact le coronavirus a-t-il sur les actions Benelux ?

Dans un rapport détaillé, les analystes KBC Securities se sont efforcés d'apporter une réponse à **10 questions hautement pertinentes** relatives à l'impact potentiel de la crise du coronavirus sur les actions Benelux qu'ils suivent. Le but est de faciliter quelque peu la tâche de l'investisseur en ce qui concerne la sélection des actions. Dans le cadre de cet exercice, ils ont aussi repéré **11 actions Benelux qui aideront les investisseurs à traverser la tempête.**

Un document bien étoffé dont nous tenons à vous faire profiter en tant que client Bolero : les réponses de nos analystes à 10 questions-clés, 11 actions Benelux qu'ils jugent trop lourdement sanctionnées et un aperçu complet des entreprises qu'ils suivent, avec une explication sur la manière dont l'analyste voit les choses après la récente baisse des cours.

Attention: Les objectifs de cours et recommandations mentionnés dans ce dossier datent du 30 mars 2020 et reflètent l'opinion de l'analyste à la date mentionnée. Veuillez noter que ces informations peuvent avoir changé au moment où vous lisez la publication. Pour tous les objectifs de cours et recommandations actuels, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

Terrain inconnu

La propagation rapide du coronavirus, ou Covid-19, à travers le monde a entraîné **des vagues de dégagements extrêmes sur les bourses mondiales** et un degré élevé de volatilité. Cela a mis fin à une période de bull market historiquement longue, les investisseurs perdant tout appétit pour le risque sous l'effet de l'incertitude croissante. KBC Securities s'attend à ce que ce sentiment perdure dans les semaines à venir, malgré l'assouplissement marqué de la politique monétaire et fiscale. Pour l'heure, de nombreuses incertitudes subsistent: bon nombre de pays et régions sont en confinement et nous évoluons en terrain inconnu; **l'issue de ces mesures** sur le paysage économique et politique de demain est donc **très difficile à prévoir**. Les comparaisons avec les conséquences de la crise financière sont intéressantes, mais loin d'être parfaites.

10 questions importantes

Dans ce contexte, les analystes KBC Securities se sont penchés sur 10 questions-clés concernant **l'impact potentiel sur les entreprises faisant partie de l'univers d'investissement de KBCS** et ont tenté d'apporter des réponses qui devraient faciliter quelque peu la sélection des titres. La vision des équipes de recherche sur le degré d'exposition des actions devrait aider à identifier **les actions qui ont été trop durement touchées ou, peut-être, pas suffisamment**. Les analystes ont également analysé les points suivants:

1. Dans quelle mesure les entreprises sont-elles capables **d'ajuster rapidement leur base de coûts** et de réduire leurs dépenses d'investissement ?
2. Quelles entreprises pourraient être contraintes d'arrêter ou de réduire les **distributions de dividendes** ?
3. Quelles entreprises devront **rembourser des dettes sous peu** ?

Un élément encourageant est que de nombreuses usines redémarrent déjà en Chine. Mais le principal facteur d'incertitude est désormais la demande finale dans l'hémisphère occidental. Dans les semaines ou les mois à venir, les conséquences des retombées du Covid-19 pour l'économie mondiale devraient se préciser. Dès que les ventes massives sur les marchés financiers prendront fin et que la stabilisation se profilera, **les investisseurs devraient porter leur attention sur la recherche de valeur, étant donné que les valorisations auront fortement baissé et qu'une fixation de prix inadéquate offrira des opportunités**. Les points suivants ont également été examinés:

1. Quelles entreprises ont affiché les meilleures/moins bonnes performances lors de la **dernière crise financière**?
2. Quelle entreprise a le **bilan** le plus/moins sain?
3. Quelle entreprise a la **date de refinancement** la plus proche?
4. Quelle entreprise est la plus/moins exposée au **Covid-19**?

5. Quelle entreprise tire avantage/souffre du faible niveau du **prix du pétrole**?
6. Quelle entreprise est exposée aux **taux d'intérêt** bas?
7. Quelle entreprise a le **chiffre d'affaires** le plus résilient?
8. Quelle entreprise risque le plus de réduire le **dividende**?
9. Quelle entreprise a la possibilité de reporter les **investissements** dans une large mesure?
10. Quelle entreprise présente la plus grande part de **coûts variables**?

11 actions Benelux trop lourdement sanctionnées

Les analystes KBC Securities ont identifié 11 entreprises bien placées pour résister à la tempête du coronavirus: **AB Inbev, ASMI, Barco, Basic-Fit, D'Ieteren, GrandVision, HAL, Kinopolis, Orange Belgium, UCB et WDP.**

AB Inbev

AB InBev	Recommandation		ACHETER		Cours actuel		38,74 EUR
	Nom analyste		Wim Hoste		Objectif de cours		80 EUR
	Code ISIN		BE0974293251		Rendement potentiel		106,5%
	2018		2019E		2020E		2021E
Gain par action (USD)	2,21		4,63		1,20		3,79
% croissance j/j	220,8%	✓	109,6%	✓	-74,1%	✓	216,6%
Ratio cours/bénéf.	#N/A	✓	#N/A	✓	#N/A	✓	#N/A
Dividende brut (EUR)	1,80		1,80		1,80		1,80
% croissance j/j	-50,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Rendement sur dividende (%)	4,6%		4,6%		4,6%		4,6%

Les actions AB InBev ont **fortement baissé**, sous l'effet combiné de résultats inférieurs aux attentes au quatrième trimestre (principalement en raison d'une hausse plus forte que prévu du COGS) et d'**inquiétudes par rapport aux perspectives et au bilan pour 2020**. Au moment des résultats, AB InBev a indiqué que l'impact négatif du Covid-19 sur l'EBITDA de ses activités chinoises était estimé à environ 170 millions de dollars sur les deux premiers mois de 2020.

Aujourd'hui, avec la propagation mondiale du Covid-19, KBC Securities pense que les investisseurs se sont rendu compte que les prévisions pour 2020 (2 à 5% de croissance organique de l'EBITDA) étaient trop ambitieuses. Ils tablent à présent sur **une baisse de l'EBITDA d'environ 10% en 2020**, ce qui signifie que le ratio dette nette/EBITDA pourrait s'établir à 4,4x fin 2020. En dépit du ratio de levier en apparence élevé, KBC Securities **estime que des risques de bilan ne se justifient pas** dans la mesure où les 16 milliards de dollars de liquidités disponibles devraient suffire pour compenser toutes les prochaines échéances de dette jusqu'en 2024.

Avec une cotation à environ 11x C/B et un rendement sur cash-flow disponible de 9% (pour 2021 dans les deux cas), **KBCS conseille d'utiliser l'incertitude à court terme pour renforcer les positions**. KBC Securities continue à apprécier AB Inbev

pour sa position de leader sur le marché mondial de la bière, avec un potentiel de croissance significatif à long terme grâce à une combinaison de premiumisation (bénéfice par hectolitre environ deux fois plus élevé que les bières courantes) et une forte exposition aux marchés émergents (environ 70% du total du groupe).

ASMI

ASM International	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	84,36 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	140 EUR
	Code ISIN	NL0000334118	Rendement potentiel	66,0%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	3,23	3,80	5,90	6,95
% croissance j/j	20,7%	17,4%	55,5%	17,7%
Ratio cours/bénéf.	26,1x	22,2x	14,3x	12,1x
Dividende brut (EUR)	1,00	3,00	1,80	2,00
% croissance j/j	42,9%	200,0%	-40,0%	11,1%
Rendement sur dividende (%)	1,2%	3,6%	2,1%	2,4%

ASMI est l'un des titres préférés de KBC Securities dans le contexte actuel, même si certaines livraisons pourraient être reportés du premier au deuxième ou même au troisième trimestre en raison de la situation logistique complexe au niveau mondial. Les plans d'investissement dans les produits sub 10-nm de la fonderie et les clients logiques pour 2020 restent maintenus, soutenus par une **forte demande d'applications des domaines tels que la 5G, le cloud/les centres de données, l'hyperscaling, les véhicules électriques et l'IA**. Les investissements dans les mémoires vont aussi, selon toute attente, donner une impulsion au bénéfice au second semestre, même si une partie pourrait être reportée à 2021, ce qui en ferait également une année de croissance.

Par ailleurs, les investissements en Chine revêtent une importance stratégique et ne seront probablement pas reportés pour le reste de l'année. La technologie ALD d'ASMI devrait permettre à l'entreprise d'accroître encore sa part dans le portefeuille de clients en 2020 et d'afficher ainsi des performances supérieures au marché des équipements.

Les actions ASMI ont baissé d'environ 18% depuis le début de l'année. Par exemple, ASML, a perdu 14,8% alors que les deux entreprises sont exposées aux mêmes tendances de croissance de la demande. La baisse a ramené le multiple EV/EBIT futur d'environ 13x à seulement 6 à 7x. Selon KBC Securities, le solide profil de croissance et de bénéfice d'ASMI **garantit à moyen terme un multiple situé entre 10x et 20x.**

Barco

Barco	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	126,8 EUR
	Nom analyste	Guy Sips	Objectif de cours	195 EUR
	Code ISIN	BE0003790079	Rendement potentiel	53,8%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	6,03	7,60	4,10	8,20
% croissance j/j	562,6%	26,0%	-46,0%	99,9%
Ratio cours/bénéf.	21,0x	16,7x	30,9x	15,5x
Dividende brut (EUR)	2,30	2,65	2,85	3,06
% croissance j/j	21,1%	15,2%	7,5%	7,5%
Rendement sur dividende (%)	1,8%	2,1%	2,2%	2,4%

Barco dispose d'une **trésorerie nette de 250 millions d'euros**. Dans le segment Entertainment, l'entreprise sera durement touchée (les clients sont des homologues de Kinopolis et, par exemple, des sociétés de location pour grands événements comme l'Eurovision qui réduiront pratiquement à zéro leurs dépenses d'investissement), mais une partie de son chiffre d'affaires concerne aussi le segment Healthcare (où KBC Securities ne prévoit pas de baisse des investissements dans les années à venir).

Si les ventes ClickShare traditionnelles seront affectées, étant donné qu'il n'y a pas de bureaux ouverts, **on perçoit de plus en plus les avantages des systèmes de Conferencing** (comme en témoigne le cours de l'action Zoom durant le mois écoulé).

Basic-Fit

Basic-Fit	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	15,5 EUR
	Nom analyste	Alan Vandenberghe	Objectif de cours	35 EUR
	Code ISIN	NL0011872650	Rendement potentiel	125,8%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	0,32	0,04	0,36	0,80
% croissance j/j	-143,5%	-87,9%	832,2%	119,0%
Ratio cours/bénéf.	48,2x	396,9x	42,6x	19,4x
Dividende brut (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
% croissance j/j	-	-	-	-
Rendement sur dividende (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Basic-Fit possède un modèle d'entreprise unique qui lui a permis de croître rapidement en gagnant des parts de marché. **KBC Securities estime que l'entreprise, dès le retour au calme et à plus de visibilité, accélérera le tempo.** Alors que débute la réduction des dettes opérationnelles, Basic-Fit peut en adoucir les conséquences en reportant des dépenses d'investissement et en réduisant les coûts (moins d'entretien, moins d'électricité...), mais aussi grâce aux aides publiques locales (pour compenser le coût du personnel).

Cela permettra de protéger les marges et de préserver la liquidité. Outre la facilité 'accordéon' de 150 millions d'euros en cours de négociation avec les

banques, KBC Securities estime que l'entreprise dispose d'une flexibilité suffisante. Avec une baisse du cours de l'action de 54,3% depuis le début de l'année, KBC Securities **juge le niveau de prix intéressant pour un achat**.

D'Ieteren

D'Ieteren	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	45 EUR
	Nom analyste	Cédric Duinslaeger	Objectif de cours	65 EUR
	Code ISIN	BE0974259880	Rendement potentiel	44,4%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	21,16	2,94	3,65	3,83
% croissance j/j	2199,1%	-86,1%	23,9%	5,1%
Ratio cours/bénéf.	2,1x	15,3x	12,3x	11,7x
Dividende brut (EUR)	1,00	1,10	1,21	1,33
% croissance j/j	5,3%	10,0%	10,0%	10,0%
Rendement sur dividende (%)	2,2%	2,4%	2,7%	3,0%

Le cours de l'action D'Ieteren a fait l'objet d'une **réaction excessive par rapport à son exposition économique réelle au coronavirus**. Avec une trésorerie nette de plus de 1,4 milliard d'euros, D'Ieteren est constituée pour environ 50% de liquidités. À son plus bas, la baisse de l'action impliquait que le marché pensait que la part de D'Ieteren dans Belron, Auto et Moleskine avait diminué de 80% en valeur, soit l'équivalent de 3,5x son cash-flow disponible (FCF). Si KBC Securities considère que les mesures liées au coronavirus et au confinement entraînent l'annulation d'un quart des activités, cela aurait un effet de trésorerie non récurrent de 80-150 millions d'euros, soit 3,5-6,5% de la valorisation actuelle de D'Ieteren.

Il est important de noter, par ailleurs, que D'Ieteren Auto n'a subi aucune perte en plus de 20 ans (la vente de voitures étant par définition sensible à la récession). Enfin, l'importante trésorerie nette offre une sécurité, si bien que **les faibles valorisations actuelles engendrent même des opportunités d'investissement**.

GrandVision

GrandVision	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	25,3 EUR
	Nom analyste	Alan Vandenbergh	Objectif de cours	28 EUR
	Code ISIN	NL0010937066	Rendement potentiel	10,7%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	0,94	1,01	1,12	1,28
% croissance j/j	-5,5%	7,6%	10,8%	14,7%
Ratio cours/bénéf.	27,0x	25,1x	22,7x	19,8x
Dividende brut (EUR)	0,38	0,30	0,33	0,36
% croissance j/j	110,9%	-20,8%	7,8%	11,4%
Rendement sur dividende (%)	1,5%	1,2%	1,3%	1,4%

L'entreprise sera affectée par l'actuelle crise du Covid-19 dans la mesure où **de nombreux magasins très rentables seront fermés** pendant plusieurs semaines, voire plusieurs mois. Cela étant dit, GrandVision calcule qu'une baisse de 30-60% du chiffre d'affaires sur une période de six mois n'engendrera pas une dette nette plus élevée que le seuil de 993 millions d'euros fixé pour l'acquisition

par EssilorLuxottica. KBC Securities est convaincu que l'**accord d'acquisition aboutira et juge dès lors exagérée la réaction du cours de l'action**. KBC Securities considère GrandVision comme un bon investissement dans ces marchés extrêmement volatils.

HAL Trust

Hal Trust	Recommandation	ACHETER		Cours actuel	110,6 EUR
	Nom analyste	Michiel Declercq		Objectif de cours	145 EUR
	Code ISIN	BMG455841020		Rendement potentiel	31,1%
	2018		2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	1,90	✓	#N/A	✓	#N/A
% croissance i/j	-82,9%	✓	#N/A	✓	#N/A
Ratio cours/bénéf.	58,3x	✓	#N/A	✓	#N/A
Dividende brut (EUR)	5,30	✓	#N/A	✓	#N/A
% croissance i/j	-25,4%	✓	#N/A	✓	#N/A
Rendement sur dividende (%)	4,8%	✓	#N/A	✓	#N/A

La Commission européenne a déclaré qu'elle allait suspendre l'enquête sur la reprise de GrandVision par EssilorLuxottica. En conséquence, **le cours de GrandVision est descendu à un certain moment à 35% sous la valeur d'acquisition**, ce qui indique que les investisseurs craignent l'absence d'accord. GrandVision continue néanmoins à soutenir EssilorLuxottica avec comme objectif commun d'obtenir l'approbation dans les prochains 12 à 24 mois. GrandVision a également annoncé qu'il estimait que le virus Covid-19 n'aurait aucune incidence sur la transaction. EssilorLuxottica a aussi confirmé que les deux parties s'engageaient résolument à faire aboutir l'accord et que la décision d'arrêter temporairement l'enquête était purement technique.

KBC Securities reste confiant quant à la concrétisation de l'accord. Cela se traduirait, pour HAL, par **un solde de trésorerie de 7,0 milliards d'euros**, par rapport à une capitalisation boursière de 8,1 milliards d'euros. **Vopak** (22% NAV) profite aussi du faible niveau du prix du pétrole et est moins cyclique en raison des contrats à long terme. Une poursuite de l'accord ferait de HAL, **au niveau de prix actuel, une belle opportunité d'achat**.

Kinepolis

Kinepolis	Recommandation	ACHETER		Cours actuel	33,1 EUR
	Nom analyste	Guy Sips		Objectif de cours	57 EUR
	Code ISIN	BE0974274061		Rendement potentiel	72,2%
	2018		2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	1,76		2,02	0,85	2,17
% croissance i/j	0,6%		14,8%	-57,7%	154,5%
Ratio cours/bénéf.	18,8x		16,4x	38,7x	15,2x
Dividende brut (EUR)	0,92		0,00	0,43	1,09
% croissance i/j	5,7%		-	-	154,5%
Rendement sur dividende (%)	2,8%		0,0%	1,3%	3,3%

Plus de 70% – et avec les mesures des différentes autorités, on serait même encore plus près de 80% – des coûts entre le chiffre d'affaires et l'EBITDA sont variables. Après l'effet négatif sur le fonds de roulement (Kinopolis doit par exemple payer les factures des producteurs de films pour les entrées et celles des ventes en salle qui ont été consommées dans les semaines précédant l'apparition du coronavirus), Kinopolis a **120 millions d'euros de liquidités** en banque avec un cash burn de 6 à 10 millions d'euros. La **dette a une très longue maturité** (plus de 6 ans en moyenne) et le premier remboursement (61 millions d'euros) n'est prévu qu'en 2022.

Orange Belgium

Orange Belgium	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	15,78 EUR
	Nom analyste	Ruben Devos, CFA	Objectif de cours	27 EUR
	Code ISIN	BE0003735496	Rendement potentiel	71,1%
	<u>2018</u>	<u>2019E</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>
Gain par action (EUR)	0,54	0,57	1,01	1,36
% croissance j/j	-57,8%	5,0%	78,4%	34,8%
Ratio cours/bénéf.	29,2x	27,8x	15,6x	11,6x
Dividende brut (EUR)	0,50	0,60	0,70	0,80
% croissance j/j	0,0%	20,0%	16,7%	14,3%
Rendement sur dividende (%)	3,2%	3,8%	4,4%	5,1%

KBC Securities apprécie **les qualités défensives du secteur des télécoms**, notamment un rendement de dividende supérieur, un modèle de revenus élevés sur la base d'abonnements, une faible volatilité et la vente de produits non discrétionnaires. En ces temps de distanciation sociale, les travailleurs découvrent le télétravail et ont recours au divertissement domestique. KBC Securities estime que cela les incitera à reconsidérer l'utilisation de leur pack télécom, ce qui peut engendrer des possibilités de ventes additionnelles dans le futur. **Les entreprises de télécommunications ont prouvé leur valeur dans les périodes de récession et de marchés baissiers**, et KBC Securities estime qu'il n'en ira pas autrement cette fois.

Orange Belgium affiche **un bilan sain, un faible endettement et une solide génération de liquidités**. L'entreprise présente un effet de levier opérationnel relativement élevé qui peut avoir un impact sur l'entreprise lorsque les ventes diminuent (c.-à-d. baisse des revenus hors forfait, du prepaid, du roaming). Toutefois, KBC Securities ne s'attend pas à de fortes fluctuations dans le chiffre d'affaires, si bien que le risque est limité.

UCB

UCB	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	76 EUR
	Nom analyste	Sandra Cauwenberghs, P	Objectif de cours	97 EUR
	Code ISIN	BE0003739530	Rendement potentiel	27,6%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	4,24	4,29	4,37	5,53
% croissance j/j	47,1%	1,2%	1,9%	26,6%
Ratio cours/bénéf.	17,9x	17,7x	17,4x	13,7x
Dividende brut (EUR)	1,20	1,22	1,24	1,27
% croissance j/j	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Rendement sur dividende (%)	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%

Au vu des solides performances sur le Cimzia et le Vimpat, deux produits phares, les progrès substantiels enregistrés avec l'Evenity, lancé sur les marchés mondiaux en 2019, et le Bimekizumab, prêt à être introduit à la mi-2020 (pour le psoriasis), KBC Securities estime qu' **UCB est plutôt bien prémuni contre un recul économique consécutif à l'épidémie de coronavirus dans les deux prochaines années**. La prévision de chiffre d'affaires pour 2020 s'établit à 5,05-5,15 milliards d'euros.

Une petite mise en garde s'impose toutefois en ce qui concerne la vision à plus long terme (2023 et au-delà), la croissance des ventes pouvant être affectée par des retards dans le lancement de nouveaux produits pour d'autres indications après des retards dans les essais cliniques du fait du coronavirus (par exemple le Bimekizumab pour l'arthrite psoriasique), ou des produits en phase finale qui font chou blanc (par exemple le récent revers concernant le Padsevonil).

Ces effets peuvent toutefois être contrés, à l'avenir, par des acquisitions synergiques. Dans l'ensemble, KBC Securities observe que la **direction mobilise tous les efforts pour protéger l'entreprise contre de futurs éléments défavorables dans le secteur** (coronavirus, difficultés avec les brevets, pression sur les prix...). KBC Securities réitère sa recommandation 'Acheter' et confirme un objectif de cours de 97 euros en raison du caractère défensif de l'action.

WDP

WDP	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	23,7 EUR
	Nom analyste	Joachim Vansanten	Objectif de cours	30 EUR
	Code ISIN	BE0974349814	Rendement potentiel	26,6%
	2018	2019E	2020E	2021E
Gain par action (EUR)	0,86	0,92	1,04	1,16
% croissance j/j	-83,8%	6,8%	13,6%	11,0%
Ratio cours/bénéf.	27,6x	25,9x	22,8x	20,5x
Dividende brut (EUR)	0,69	0,74	0,83	0,92
% croissance j/j	-83,9%	8,3%	12,1%	11,0%
Rendement sur dividende (%)	2,9%	3,1%	3,5%	3,9%

Sur le long terme, **les fondamentaux du secteur logistique restent inchangés**. Dans l'intervalle, WDP peut compter sur des revenus locatifs récurrents que lui

procure un portefeuille diversifié. Par ailleurs, la société est bien capitalisée avec un ratio LTV (endettement) de 46%, qui devrait rester inférieur à 49% au cours de l'année à venir (bien en dessous du niveau fixé dans les covenants, soit 60%). Si KBC Securities faisait abstraction de toutes les prévisions de croissance future, le LTV (Long term value) resterait inférieur à 46%. **KBC Securities ne pense donc pas que WDP devra à nouveau faire appel au marché dans les deux prochaines années.** En termes de valorisation, la non-réalisation de toutes les prévisions de croissance future ne ferait baisser sa juste valeur que de 10,4%, de 30,9 à 27,7 euros par action.

La réponse des analystes à dix questions pertinentes des investisseurs :

1. Quelle entreprise a le mieux/moins bien performé lors d'une crise financière ?

Les analystes de KBC Securities se sont basés sur les performances des entreprises qu'ils suivent dans le Benelux lors de la crise financière précédente de 2007-2009, parce qu'ils pensent que l'on peut en retirer plusieurs leçons intéressantes. Dans leur univers, ils ont conclu que **80% environ des actions ont retrouvé leur niveau d'avant crise entre 2007 et aujourd'hui.** Les entreprises qui ne se sont pas remises évoluaient principalement dans les secteurs suivants : le secteur financier (qui ne s'est jamais complètement remis de la crise financière), les télécommunications (parce que le secteur sous-jacent a changé) et les petites entreprises industrielles. Ce qu'il est intéressant de noter, c'est que **la durée de redressement, pour les 135 noms qu'ils suivent, était de 5,4 ans, soit nettement moins que les 7,8 ans qui furent par exemple nécessaires pour que l'Eurostoxx 600 retrouve son niveau d'avant crise.**

Le tableau ci-dessous reprend les entreprises qui se sont redressées le plus rapidement et le plus lentement. À cela s'ajoute également une liste des sociétés qui ne se sont jamais remises de la crise précédente.

MEASURING THE SPEED OF RECOVERY (PART 1/2)

Recovery period (years)	Company name
1.8	COLRUYT SA
1.8	LOTUS BAKERIES
1.8	FLORIDIENNE
1.9	OXURION NV
2.0	SIPEF NV
2.2	GREENYARD NV
2.2	VOPAK
2.2	ASML HOLDING NV
2.3	AKKA TECHNOLOGIES
2.3	RESILUX
2.3	ECONOCOM GROUP
2.4	JENSEN-GROUP NV
2.4	GALAPAGOS NV
2.5	BEKAERT NV
2.6	BRUNEL INTERNATIONAL
2.6	FUGRO NV-CVA
2.6	CARE PROPERTY INVEST
2.6	TEXAF
2.8	D'IETEREN SA/NV
2.8	ASM INTERNATIONAL NV
2.8	BOSKALIS WESTMINSTER
2.9	ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV
3.0	HAL TRUST
3.1	CORBION NV
3.1	TELENET GROUP HOLDING NV
3.2	KONINKLIJKE DSM NV
3.3	PICANOL
3.3	HOME INVEST BELGIUM
3.3	UMICORE
3.4	RETAIL ESTATES
3.4	VAN DE VELDE NV
3.5	MELEXIS NV
3.6	BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES
3.8	KINEPOLIS
3.8	TKH GROUP NV-DUTCH CERT

Source: Bloomberg, KBC Securities

MEASURING THE SPEED OF RECOVERY (PART 2/2)

Recovery period (years)	Company name
3.8	ELIA GROUP SA/NV
3.9	FLUXYS BELGIUM
4.0	HEINEKEN HOLDING NV
4.3	AEDIFICA
5.2	HEINEKEN NV
5.3	UCB SA
5.6	ASCENCIO
5.8	BARCO N.V.
5.8	MONTEA
5.8	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N
5.8	ARCADIS NV
5.9	LEASINVEST REAL ESTATE SCA
6.0	MIKO
6.1	RELX PLC
6.2	WAREHOUSES DE PAUW SCA
6.3	ACKERMANS & VAN HAAREN
6.4	AALBERTS NV
6.5	RTL GROUP
6.5	CFE
6.6	FINANCIERE DE TUBIZE
6.7	AKZO NOBEL N.V.
6.9	SOLVAY SA
7.0	SIOEN INDUSTRIES NV
7.5	WOLTERS KLUWER
7.6	IMMOBEL
7.7	SLIGRO FOOD GROUP NV
7.7	SOFINA
7.7	ATENOR
7.7	TER BEKE N.V.
7.7	BREDERODE
7.7	PROXIMUS
7.8	STXE 600 (EUR) Pr
7.9	ION BEAM APPLICATIONS
8.0	QUESTFOR GR-PRICAF
8.1	RANDSTAD NV
9.3	SMARTPHOTO GROUP
9.9	RIMM NV

Lorsqu'ils examinent les performances relatives des entreprises qu'ils suivent, depuis le début de cette année (YTD), et qu'ils les comparent avec les performances relatives durant la crise financière précédente, les analystes constatent que certaines actions ont visiblement été trop sévèrement punies (bullish indicator) et que d'autres peuvent encore descendre plus bas (bearish indicator).

BULLISH & BEARISH INDICATOR

Bullish indicator	Bearish indicator
AKKA TECHNOLOGIES	ROULARTA MEDIA GROUP NV
FLORIDIENNE	CRESCENT
FUGRO NV-CVA	IMMOBEL
GREENYARD NV	HEIJMANS N.V.-CVA
RETAIL ESTATES	AGFA-GEVAERT NV
AEDIFICA	CORBION NV
JENSEN-GROUP NV	FINANCIERE DE TUBIZE
ATENOR	PICANOL
CARE PROPERTY INVEST	BREDERODE
ORANGE BELGIUM	DECEUNINCK NV
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	SMARTPHOTO GROUP
ASCENCIO	AGEAS
SLIGRO FOOD GROUP NV	MELEXIS NV
LOTUS BAKERIES	WOLTERS KLUWER
BANIMMO SA/NV - A	UCB SA

Source: Bloomberg, KBC Securities

2. Quelles sont les entreprises qui ont le bilan le plus sain?

Les analystes de KBC Securities ont sélectionné plusieurs systèmes de mesure pertinents afin d'évaluer la santé des bilans de nos entreprises.

Ils ont pris en considération :

- **La dette nette ou les liquidités nettes** : les entreprises qui possèdent une position de trésorerie nette sont mieux armées pour traverser des conditions de marché difficiles.
- **Le levier de la dette** : les entreprises qui disposent d'un levier de plus de 3,0x sont plus vulnérables que les autres parce qu'elles ont peu de marge pour amortir les chocs externes.
- **Liquidités** : en périodes d'incertitude, les liquidités disponibles sont importantes pour offrir la flexibilité nécessaire.
- **Solvabilité** : les entreprises qui disposent de fonds propres solides sont mieux armées pour faire face à la tempête.

Dans leur couverture, les analystes ont examiné les entreprises disposant d'une trésorerie nette, d'un ratio d'endettement négatif et d'un ratio de solvabilité supérieur à 30%. Ils ont classé les entreprises en fonction de l'importance des liquidités dans leur bilan.

Les entreprises les plus saines parmi celles qu'ils suivent :

Ces entreprises disposent d'un **bilan confortable parce qu'elles sont bien capitalisées et qu'elles ont un accès direct aux liquidités**, ce qui les aidera à survivre dans le contexte actuel.

TOP MOST HEALTHY COMPANIES IN OUR UNIVERSE

Name	FTSE	Net debt	Net debt / EBITDA	Equity / Total Assets	Cash / Total Assets
Galapagos	Pharmaceuticals & Biotechnology	-5,521.67	-15.05	43.1%	95.7%
Adyen	Technology Hardware & Equipment	-1,410.04	-5.53	33.5%	65.2%
BE Semiconductor Industries	Technology Hardware & Equipment	-130.30	-1.35	45.4%	61.1%
Materialise	Technology Hardware & Equipment	-36.46	-1.39	38.9%	36.9%
D'leteren	General Retailers	-383.92	-2.56	54.1%	33.0%
Barco	Technology Hardware & Equipment	-329.40	-2.12	59.6%	32.5%
EVS Broadcast Equipment	Media	-46.22	-1.74	77.5%	32.2%
ASM International	Technology Hardware & Equipment	-666.94	-1.54	91.1%	29.8%
Roularta	Media	-95.94	-4.17	64.5%	28.7%
ASML	Technology Hardware & Equipment	-2,710.00	-0.84	56.8%	26.2%
Picanol	Industrial Engineering	-229.44	-3.08	87.5%	26.0%
Van de Velde	Personal Goods	-41.40	-0.87	80.7%	23.2%
Signify	Electronic & Electrical Equipment	-249.35	-0.31	38.8%	21.8%
X Fab Silicon Foundries EV	Electronic & Electrical Equipment	-69.04	-2.43	79.1%	21.4%
Brunel International	Support Services	-49.38	-1.84	63.5%	21.0%
Smartphoto group	Consumer Goods	-10.23	-1.30	70.5%	19.2%
UCB	Pharmaceuticals & Biotechnology	-381.54	-0.27	58.9%	16.8%
Melexis	Technology Hardware & Equipment	-9.76	-0.08	75.7%	11.4%
Crescent	Technology Hardware & Equipment	-0.11	-0.07	38.7%	6.4%
Colruyt	Food & Drug Retailers	-115.70	-0.15	53.2%	3.9%

Source: KBC Securities

Les entreprises les plus risquées parmi celles qu'ils suivent :

Les analystes de KBC Securities ont également examiné les entreprises dont le profil de bilan est plus risqué. Ils ont sélectionné des entreprises affichant un endettement net, un effet de levier supérieur à 2,5x et un ratio de solvabilité de moins de 30%. **Ces entreprises sont risquées compte tenu de leur endettement élevé et de leur faible solde de trésorerie.** Pour certaines d'entre elles, comme Fluxys et Elia, la situation n'est, selon eux, pas si préoccupante. D'autres devront s'adapter pour protéger les liquidités si les conditions actuelles devaient perdurer. Elles pourraient envisager des mesures comme la fin des versements de dividendes ou le report des dépenses d'investissement, ou même anticiper l'entame de

discussions avec leurs banques.

LESS HEALTHY BALANCE SHEETS IN OUR UNIVERSE

Name	FTSE	Net debt	Net debt / EBITDA	Equity / Total Assets	Cash / Total Assets
Fluxys Belgium	Gas, Water & Multiutilities	1,467.63	5.25	22.6%	14.4%
Elia Group	Electricity	4,945.16	5.51	27.0%	14.3%
Atenor	Real Estate Investment & Services	352.14	4.60	29.4%	12.4%
Fugro	Oil Equipment, Services & Distribution	496.40	3.48	29.0%	9.8%
IBA	Pharmaceuticals & Biotechnology	55.41	8.55	25.5%	7.5%
SBM Offshore	Oil Equipment, Services & Distribution	3,460.00	3.59	22.5%	6.2%
Ter Beke	Food Producers	124.43	3.34	28.3%	6.1%
Kinepolis Group	Travel & Leisure	833.10	4.84	16.4%	5.6%
Agfa	General Industries	219.00	3.13	3.6%	4.7%
Basic-Fit	Travel & Leisure	1,303.31	5.18	17.5%	2.6%
Beter Bed Holding	Household Goods & Home Construction	53.47	2.52	3.1%	2.1%
Telenet	Media	5,631.60	4.14	-25.5%	1.7%
Greenyard	Food Producers	723.62	5.84	21.5%	0.7%

Source: KBC Securities

3. Quelle est la première entreprise à devoir se refinancer?

Au sein de l'univers suivi, les analystes ont également examiné les entreprises affichant les besoins de refinancement les plus urgents, l'accès au financement à court terme pouvant être limité compte tenu de l'inquiétude ambiante sur les marchés. Cette question doit bien entendu être examinée parallèlement avec la précédente. Cela dit, ils ne voient actuellement pas de gros problèmes à court terme pour les entreprises suivies. Les entreprises ont généralement une bonne stratégie de diversification pour ce qui concerne les sources de financement et les durées. **Beter Bed** se trouve dans une position plus délicate dans la mesure où elle doit avoir trouvé un accord avec les banques avant cet été.

Les entreprises suivantes ont un refinancement prévu en 2020:

Aedifica, Agfa, Beter Bed Holding, Corbion, Heineken, Home Invest Belgium, Koninklijke KPN, RELX Group, Solvay, Umicore, Wolters Kluwer.

4. Quelles entreprises seront le plus/moins impactées par le coronavirus?

Les analystes ont procédé à une évaluation qualitative des entreprises qui, selon eux, sont les plus impactées (par ordre alphabétique).

LESS EXPOSED COMPANIES

Company	
Ahold Delhaize	Intervest offices & warehouses
Argenx	KPN
Ascencio	Leaseinvest
ASML	Lotus Bakeries
Atenor	Miko
Avantium	Montea
Banimmo	Orange Belgium
Befimmo	PostNL
bpost	Proximus
Care Property Invest	Qrft City retail
Cofinimmo	Resilux
Colruyt	Retail Estates
Corbion	Smartphoto group
Crescent	Telenet
Deceuninck	Ter Beke
D'leteren	Tessenderlo
Elia	Texaf
Floridienne	Tubize
ForFarmers Group	UCB
Galapagos	VGP
Home invest	WDP
Immobel	Wolters Kluwer

Source: KBC Securities

Quelles sont les entreprises qui profitent ou pâtissent de la faiblesse des prix pétroliers?

Comme le virus Covid-19 constituait une menace pour l'économie (chinoise), les prix pétroliers avaient déjà chuté de 60 dollars/baril fin 2019, un niveau déjà faible, à moins de 50 dollars/baril début mars. En réaction, les membres de l'OPEP ont tout d'abord décidé, début mars, d'une diminution de 1,5 million de barils par jour (le consensus tablait sur 1,0 million de barils par jour), une décision avec laquelle la Russie n'était pas d'accord. Cela a irrité l'Arabie saoudite, qui a alors annoncé qu'elle allait relever ses capacités et inonder le marché avec du pétrole bradé, le reste du monde se retrouvant coincé dans **un jeu de pouvoir entre la Russie et l'Arabie saoudite**.

Au Benelux, les entreprises suivantes profitent de la baisse des cours du pétrole:

AB InBev, Akka Technologies, Akzo Nobel, Balta, Deceuninck, DSM, Hal Trust, Heineken, Ontex, Recticel, Resilux, Sioen, Solvay, Tessenderlo, Vopak

Au Benelux, les entreprises suivantes pâtissent de la baisse des cours du pétrole:

ABN Amro, BAM Groep, Boskalis, Brunel International, CFE, EXMAR, Fugro, ING, SBM Offshore, Sipef.

6. Quelles sont les entreprises qui profitent ou pâtissent de la faiblesse des intérêts?

La faiblesse des taux est globalement favorable pour toutes les entreprises, dans la mesure où elles doivent moins payer pour leur dette. Voici une liste des entreprises du Benelux suivies, qui sont quelque peu pénalisées par la faiblesse des taux, ou le prolongement des taux bas pendant plus longtemps que prévu :

D'Ieteren, Agfa, AEGON, Ageas, ASR, ING, NN Group, PostNL, ABN Amro.

7. Quelles sont les entreprises qui ont le chiffre d'affaires le plus dynamique/vigoureux?

En cette période volatile, les analystes de KBC Securities ont procédé à une évaluation des entreprises affichant les chiffres d'affaires les plus dynamiques. Ici aussi, ils ont commencé par une analyse propre de **la solidité des chiffres d'affaires** (présence ou non de formules d'abonnement, demande forte et vigoureuse, contrats off-take, etc.). Ils ont ensuite comparé cela avec les constats de la crise financière de 2007-2009, même si la comparaison n'est pas pertinente à 100% dans la mesure où cette crise est différente.

Parmi celles qu'ils suivent, les analystes ont identifié **dix-huit entreprises qui affichent un solide chiffre d'affaires et qui, durant la crise financière précédente, enregistraient encore une croissance positive du chiffre d'affaires.**

Ces entreprises sont les suivantes : Adyen, Befimmo, Bpost, CP Invest, Cofinimmo, Colruyt, Econocom, Elia, Fagron, Home Invest, IBA, Lotus Bakeries, Montea, RELX, Retail Estates, Telenet, Vopak et WDP.

8. Quelles sont les entreprises les plus susceptibles de supprimer le dividende?

En cette période caractérisée par de fortes incertitudes, les analystes de KBC Securities estiment que **les entreprises veilleront à conserver davantage de liquidités.** Tout comme Van de Velde ou Kinopolis, par exemple, d'autres pourraient décider **de réduire leurs dividendes ou même de mettre un terme aux programmes de rachats d'actions existants.** Ils ont analysé les entreprises qu'ils suivent pour vérifier lesquelles, parmi celles qui versent des dividendes, courent certains risques. Ils partent du principe que lorsque la situation se normalisera, ces entreprises verseront de nouveau un dividende. Le tableau ci-dessous ne regroupe que les entreprises qui, selon eux, sont susceptibles de réduire le dividende. Pour les autres entreprises, soit aucune réduction n'est envisagée, soit elles ne versent déjà pas de dividendes à l'heure actuelle.

AB Inbev	Peu probable, mais pas exclu non plus.
AEGON	Pas de problème pour 2019, mais le dividende pourrait être supprimé en 2020 si les États-Unis s'enfoncent dans une récession profonde.
Akka Technologies	Pourrait être envisagé.
BE Semiconductor Industries	Probable étant donné qu'ils l'ont déjà fait par le passé.
Bekaert	Pourrait être envisagé.
Bois Sauvage	Dépend des dividendes sous-jacents qu'ils perçoivent.
Brederode	Dépend des dividendes sous-jacents qu'ils perçoivent.
Brunel International	
CFE	
Deceuninck	Confirmé dans un entretien avec De Tijd.
Econocom Group	29 millions de dividendes pourraient être supprimés.
Euronext	110 millions de dividendes pourraient être supprimés.
EVS Broadcast Equipment	EVS possède un solide bilan et KBC Securities estime dès lors que le dividende d'un euro n'est pas en péril. EVS est toujours en train de racheter des actions propres.
Fagron	Le dividende de 0,12 euro par action n'est qu'une infime partie des cash-flows et une réduction est donc peu probable en cas d'impact limité.
Heineken Holding	Dépend du dividende de Heineken.
Lucas Bols	
Melexis	Ils l'ont déjà fait en 2009.
Ontex	
Proximus	Possible dans le cadre de changements au niveau des investissements pour le déploiement du réseau de fibre optique.
Randstad	
Roularta	L'entreprise n'a pas de véritable politique de dividende. Même si Roularta possède une position de trésorerie nette de 96 millions d'euros, KBC Securities estime qu'elle pourrait réduire le dividende afin d'anticiper l'impact d'une récession économique.

RTL Group	RTL verse au moins 80% du résultat annuel net corrigé. Ce résultat annuel pourrait être influencé en cas de récession. Compte tenu du bilan inébranlable et des excellents cash-flows, KBC Securities est d'avis que l'entreprise pourrait faire une exception à la règle.
Sioen	Sioen a relevé constamment ses versements de dividendes depuis 2009. En raison de la sensibilité de l'entreprise au cycle économique et de l'effet de levier opérationnel et financier plus important, KBC Securities estime toutefois que l'entreprise souhaitera plutôt conserver ses liquidités et qu'elle pourrait réduire son dividende.
Sligro Food	
Telenet	Telenet souhaite maintenir un effet de levier entre 3,5x et 4,5x, voire entre les deux de préférence. KBC Securities pense que si la prévisibilité de l'entreprise change et/ou si les bénéfices opérationnels diminuent, l'entreprise pourrait réduire son dividende pour rester dans cette fourchette. Les analystes se demandent toutefois si les télécommunications souffriraient beaucoup en cas de récession.
TKH Group	Le dividende de TKH est traditionnellement lié aux bénéfices nets corrigés, même si l'entreprise peut choisir de temps à autre de s'écarter de sa politique. Compte tenu de la sensibilité de l'entreprise au cycle économique, KBC Securities estime qu'elle pourrait préférer conserver les liquidités et réduire le dividende.
Financière de Tubize	Dépend du dividende d'UCB.
Umicore	Peu probable, mais pas exclu non plus.

9. Quelles sont les entreprises qui peuvent reporter leurs dépenses d'investissements ?

Les analystes de KBC Securities **estiment que près de la moitié des entreprises qu'ils suivent pourraient reporter leurs dépenses d'investissement à une date ultérieure**. Pour certaines d'entre elles, cela aura toutefois un impact matériel sur leur profil de croissance.

COMPANIES WITH CAPACITY TO DELAY CAPEX (PART 1/2)

Name	Has the company the possibility to delay Capex?	What share % can be delayed?
AB InBev	Yes	
Agfa	Yes	20%
Ahold Delhaize	Yes	25%
Akka Technologies	Yes	Capex represents 3-4% of sales. Company is in the position to adjust investment spend in line with business
Akzo Nobel	Yes	
ASM International	Yes	Yes, but it is close to finishing a large expansion in Singapore, which should result in lower spend
ASML	Yes	Yes, but unlikely as additional EUV capacity will be necessary
Atenor	Yes	Atenor's normal business activity is the development of real estate. The construction of some buildings will be temporary put on hold as a result of the lock-down conditions. The Co can furthermore decide to not invest in
Avantium	Yes	
Balta	Yes	
Barco	Yes	20%
Basco-Fit	Yes	60%
BE Semiconductor Industries	Yes	The majority
Bekaert	Yes	
Colruyt	Yes	30%
Corbion	Yes	
Crescent	Yes	50%
Deceuninck	Yes	
D'leteren	Yes	No need to, ample cash balance
DSM	Yes	
Euronext	Yes	A significant source of CAPEX comes from M&A activities. These could/will be delayed in the short term.
EVS Broadcast Equipment	Yes	50%
EXMAR	Yes	Only average maintenance capex of \$ 8m, with \$ 120m capex for the 2 ordered VLGCs in 1H21.
Floridienne	Yes	30%
ForFarmers Group	Yes	50%
Fugro	Yes	50%
GrandVision	Yes	20%
Heineken	Yes	
Home Invest Belgium	Yes	HOMI has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-
IBA	Yes	With the decision of retaining its dosimetry division, investments will have to be made to expand the offering. INTO has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-out for the next year. Most contracts with its tenants are on "triple net" or "double net" basis, so maintenance costs are completely (triple) or mainly (double) at expense of the tenants. Montea has a growth model driven by acquisitions, financed with debt and regular equity issues. In current markets management could opt for lower pace of growth.
Intervest Offices & Warehouses	Yes	
Jensen-Group	Yes	50%
Kinepolis Group	Yes	70%
Lotus Bakeries	Yes	30%

Source: KBC Securities

COMPANIES WITH CAPACITY TO DELAY CAPEX (PART 2/2)

Name	Has the company the possibility to delay Capex?	What share % can be delayed?
Materialise	Yes	50%
Melexis	Yes	20-25%
Miko	Yes	25%
Montea	Yes	Montea has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-out for the next year. Most contracts with its tenants are on "triple net" or "double net" basis, so maintenance costs are completely (triple) or mainly (double) at expense of the tenants. Montea has a growth model driven by acquisitions, financed with debt and regular equity issues. In current markets management could opt for lower pace of growth.
Ontex	Yes	25%
Picanol	Yes	25%
Randstad	Yes	Limited impact
Recticel	Yes	
RELX Group	Yes	Capex represents 5-8% of sales. Company is in the position to adjust investment spend in line with business
Reslux	Yes	50%
Retail Estates	Yes	Retail Estates has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-out for the next year. Most contracts with its tenants are on "triple net" or "double net" basis, so maintenance costs are completely (triple) or mainly (double) at expense of the tenants. Retail Estates has a growth model driven by acquisitions, financed with debt and regular equity issues. In current markets
RTL Group	Yes	Capex represents 4-5% of sales. Company is in the position to adjust investment spend in line with business
Sioen	Yes	Capex can show large fluctuations from time to time. Usually, in prosperous times, Sioen has the tendency to increase capex whereas in more dire conditions, the company scales back capital investments.
Sipef	Yes	25%
Sligro Food Group	Yes	20%
Smartphoto group	Yes	70%
Solvay	Yes	
Ter Beke	Yes	30%
Tessenderlo	Yes	
TINC	Yes	TINC has €59.5m of outstanding commitments which will lead to future CAPEX in the coming years. Further
TKH Group	Yes	Capex can show large fluctuations from time to time. Usually, in prosperous times, TKH has the tendency to increase capex whereas in more dire conditions, the company scales back capital investments.
Umicore	Yes	
Van de Velde	Yes	25%
VGP	Yes	VGP has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-out for the next year. Most contracts with its tenants are on "triple net" or "double net" basis, so maintenance costs are completely (triple) or mainly (double) at expense of the tenants. Montea has a growth model driven by acquisitions, financed with debt and regular equity issues. In current markets management could opt for lower pace of growth.
Vopak	Yes	Maintenance capex is € 200/year. So about 40-60%
Warehouses De Pauw	Yes	WDP has a committed pipe-line which will lead to future CAPEX, this is the largest part of the expected cash-out for the next year. Most contracts with its tenants are on "triple net" or "double net" basis, so maintenance costs are completely (triple) or mainly (double) at expense of the tenants. WDP has a growth model driven by acquisitions, financed with debt and regular equity issues. In current markets management could opt for lower pace of growth.
Wolters Kluwer	Yes	Capex represents 5-8% of sales. Company is in the position to adjust investment spend in line with business
X Fab Silicon Foundries EV	Yes	They already cut capex from original plans by c.20% in FY19

Source: KBC Securities

10. Quelles sont les entreprises qui détiennent la plus grande part de coûts variables ?

Les analystes ont examiné cette question sous deux angles. Ils ont tout d'abord **évalué la part des coûts variables**. Parmi celles qu'ils suivent, certaines entreprises affichent une base de coûts fixes très élevée, où les coûts variables représentent moins de 30% de tous les coûts. Ces entreprises sont : Adyen, Arcadis, Euronext, Flow Traders et X-Fab.

Pour 50% des entreprises suivies, les coûts variables constituent 60% à 80% de la base des coûts – tandis que 25%-30% des entreprises affichent des coûts variables entre 30% et 60%.

Ils ont ensuite examiné **la corrélation historique (sur dix ans, si les chiffres étaient disponibles) entre l'EBIT et la croissance du chiffre d'affaires**. Sur cette base, ils ont classé les entreprises en deux groupes. D'un côté, les entreprises affichant le ratio le plus élevé, c'est-à-dire avec une part plus importante des coûts fixes, et donc un effet de levier opérationnel plus important. D'un autre côté, les entreprises affichant un levier opérationnel moins élevé, et une part plus importante de coûts variables. Il s'agit d'une approche assez théorique et il est donc logique qu'elle fournisse des résultats différents, étant donné que les entreprises peuvent avoir changé ou fait l'objet d'une restructuration au fil du temps.

HIGHEST OPERATING LEVERAGE/HIGHEST DEGREE FIXED COSTS

Most operating leverage	Median OL	EBIT '08 (€m)	EBIT '09 (€m)	EBIT '10 (€m)	EBIT growth in '09	Sales growth in '09
BAM Groep	9.2x	333	22	-43	-94%	-5%
Recticel	9.1x	52	55	36	7%	-18%
IBA	7.3x	17	-3	6	-119%	8%
Materialise	5.9x	NA	NA	NA		
Tessenderlo	5.7x	239	-51	73	-121%	-24%
X Fab Silicon Foundries EV	4.5x	NA	NA	NA		
BE Semiconductor Industries	3.0x	-4	-25	55	466%	-1%
Smartphoto group	3.0x	6	1	5	-89%	-8%
DSM	2.9x	724	408	758	-44%	-15%
Mithra	2.9x	1	-1	2	-310%	-15%
Heijmans	2.9x	-21	-20	35	-4%	-26%
Orange Belgium	2.7x	419	416	388	-1%	2%
Bois Sauvage	2.7x	-171	45	138	-126%	-278%
Jensen-Group	2.7x	19	8	15	-57%	-22%
Agfa	2.6x	381	202	240	-47%	-9%
Barco	2.5x	5	-30	46	-665%	-18%
Euronav	2.5x	419	31	84	-93%	-46%
Sipef	2.5x	81	83	118	2%	-15%
Sioen	2.5x	28	9	21	-69%	-20%
Beter Bed Holding	2.4x	31	33	37	5%	1%
Greenyard	2.4x	23	17	8	-28%	-3%
TKH Group	2.3x	73	16	62	-78%	-25%
Randstad	2.2x	-35	164	345	-572%	-12%
Deceuninck	2.2x	-15	-11	24	-24%	-20%
EXMAR	2.2x	79	44	87	-44%	-17%
Lucas Bols	2.1x	22	21	23	-2%	-2%
Picanol	2.1x	-21	-28	47	32%	-11%
Euronext	2.1x	NA	NA	NA		
Solvay	1.9x	985	898	548	-9%	-11%
Elia Group	1.9x	238	229	83	-4%	1%

Source: KBC Securities

Conclusion : quelles sont les actions qui ont été trop lourdement sanctionnées ?

Après cet exercice, les analystes de KBC Securities ont classé les actions qu'ils suivent. Quelles sont les entreprises qui sont particulièrement vulnérables à la crise du coronavirus, mais qui ont tout de même subi une trop forte correction? Quelles sont les entreprises qui ont chuté trop lourdement, alors qu'elles ne sont que peu exposées?

Entreprises impactées au coronavirus et subie une trop forte correction

STOCKS THAT ARE IN OUR OPINION EXPOSED BUT HAMMERED TOO MUCH

Name	Latest Price (D-1)	Target Price	Rating	Analyst	Performance	Exposed but hammered too much? (Y/N)
AB InBev	€ 38.91	€ 90.00	Buy	Wim Hoste	-51%	Y
Ageas	€ 31.84	€ 47.50	Accumulate	Jason Kalamboussis	-49%	Y
Agfa	€ 3.06	€ 5.80	Buy	Guy Sips	-32%	Y
Akka Technologies	€ 29.10	€ 74.00	Buy	Ruben Devos, CFA	-68%	Y
Arcadis	€ 15.04	€ 22.00	Accumulate	Bart Cuypers	-38%	Y
ASM International	€ 80.90	€ 140.00	Buy	Marcel Achterberg	-43%	Y
ASML	€ 216.10	€ 300.00	Buy	Marcel Achterberg	-26%	Y
Balta	€ 1.91	€ 4.00	Accumulate	Wim Hoste	-53%	Y
Barco	€ 144.00	€ 265.00	Accumulate	Guy Sips	-52%	Y
Basic-Fit	€ 21.55	€ 35.00	Buy	Alan Vandenberghe	-66%	Y
Boskalis	€ 18.40	€ 22.00	Accumulate	Bart Cuypers	-29%	Y
Celyad	€ 5.99	€ 23.00	Accumulate	Sandra Cauwenberghs, PhD	-51%	Y
CFE	€ 60.90	€ 105.00	Buy	Bart Cuypers	-46%	Y
Econocom Group	€ 1.67	€ 3.60	Buy	Thomas Couvreur	-27%	Y
EXMAR	€ 4.00	€ 11.00	Buy	Cédric Duinslaeger	-35%	Y
GBL	€ 62.06	€ 95.00	Buy	Michiel Declercq	-33%	Y
Hal Trust	€ 121.20	€ 155.00	Accumulate	Michiel Declercq	-32%	Y
Heineken	€ 76.18	€ 105.00	Accumulate	Wim Hoste	-25%	Y
IBA	€ 7.55	€ 23.50	Accumulate	Lenny Van Steenhuyse	-45%	Y
Jensen-Group	€ 24.10	€ 35.00	Accumulate	Guy Sips	-39%	Y
Kinepolis Group	€ 33.85	€ 66.00	Buy	Guy Sips	-52%	Y
Mithra	€ 15.24	€ 33.50	Buy	Sandra Cauwenberghs, PhD	-29%	Y
Recticel	€ 4.84	€ 10.00	Buy	Wim Hoste	-42%	Y
RTL Group	€ 47.98	€ 60.00	Accumulate	Ruben Devos, CFA	-36%	Y
SBM Offshore	€ 11.34	€ 22.00	Buy	Cédric Duinslaeger	-34%	Y
Sioen	€ 15.82	€ 25.00	Accumulate	Ruben Devos, CFA	-35%	Y
Solvay	€ 59.76	€ 115.00	Accumulate	Wim Hoste	-21%	Y
TKH Group	€ 29.74	€ 62.00	Buy	Ruben Devos, CFA	-50%	Y
Van de Velde	€ 22.50	€ 29.00	Accumulate	Guy Sips	-23%	Y

Source: KBC Securities

Entreprises non impactées au coronavirus et subie une trop forte correction

STOCKS THAT HAVE BEEN HAMMERED BUT ARE NOT EXPOSED

Name	Latest Price (D-1)	Target Price	Rating	Analyst	Performance	Hammered but not exposed that much? (Y/N)
Ahold Delhaize	€ 18.76	€ 26.00	Buy	Alan Vandenberghe	-12%	Y
Argenx	€ 103.00	€ 159.00	Buy	Sandra Cauwenberghs, PhD	-16%	Y
Biocartis	€ 3.45	€ 13.50	Buy	Lenny Van Steenhuyse	-49%	Y
Cofinimmo	€ 124.00	€ 136.00	Buy	Wido Jongman	-18%	Y
Dierden	€ 47.90	€ 65.00	Buy	Cédric Duinslaeger	-32%	Y
Euronext	€ 67.75	€ 83.00	Accumulate	Thomas Couvreur	-27%	Y
ING	€ 5.16	€ 13.30	Buy	Jason Kalamboussis	-57%	Y
Inventiva	€ 2.85	€ 6.00	Buy	Lenny Van Steenhuyse	-28%	Y
NN Group	€ 22.11	€ 39.00	Buy	Jason Kalamboussis	-32%	Y
Orange Belgium	€ 14.04	€ 27.00	Buy	Ruben Devos, CFA	-25%	Y
Tessenderlo	€ 22.05	€ 36.00	Accumulate	Wim Hoste	-33%	Y
UCB	€ 70.14	€ 97.00	Buy	Sandra Cauwenberghs, PhD	-19%	Y
VGP	€ 97.80	€ 128.00	Buy	Joachim Vansanten	0%	Y
Warehouses De Pauw	€ 20.82	€ 30.00	Buy	Joachim Vansanten	-28%	Y

Source: KBC Securities

Attention

Les objectifs de cours et recommandations mentionnés dans ce dossier datent du 30 mars 2020 et reflètent l'opinion de l'analyste à la date mentionnée. Veuillez noter que ces informations peuvent avoir changé au moment où vous lisez la publication. Pour tous les objectifs de cours et recommandations actuels, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site www.kbcam.be/actions et aux « Disclosures » consultables sur le site www.kbcsecurities.com/disclosures. En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur www.kbcsecurities.be/disclosures.

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.