



Bolero

TOPIC

10 Benelux-bedrijven laten in hun kaarten kijken op de KBC Securities Benelux Conference

10 juni 2020

RESEARCH: KBC SECURITIES (05/06/2020)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR KBC SR. FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loop nemen.

Op donderdag 28 mei 2020 organiseerde **KBC Securities** zijn 100% virtuele **Benelux Conference**, waarop meer dan 100 nationale en internationale **investeerders** verwelkomd werden. Maar liefst 60 vergaderingen met **topmanagers uit 10 Benelux-bedrijven** leverden analisten en investeerders een pak feedback en interessante inzichten op, en die willen we u niet onthouden.

In dit dossier brengen we voor u de **hoogtepunten** samen. Zet u schrap voor een reeks **unieke inzichten** uit de gesprekken met het management van **Ageas, Ahold Delhaize, Basic-Fit, Bekaert, bpost, GBL, Ontex, Solvay, Telenet en TKH**.

Bolero wijst er u op dat de in dit dossier vermelde koersdoelen en adviezen dateren van 10 juni 2020 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.

Gesprekken met topmanagers

Op donderdag 28 mei 2020 organiseerde **KBC Securities** zijn 100% virtuele **Benelux Conference**, waarop meer dan 100 nationale en internationale investeerders verwelkomd werden. Een totaal van 60 vergaderingen met **topmanagers uit 10 Benelux-bedrijven** leverde analisten en investeerders een pak **feedback en inzichten** op.

In dit document verzamelde KBC Senior Financial Economist Tom Simonts de hoogtepunten per bedrijf. Zet u schrap voor een reeks unieke inzichten uit de gesprekken met het management van **Ageas, Ahold Delhaize, Basic-Fit, Bekaert, bpost, GBL, Ontex, Solvay, Telenet en TKH**.



Ageas: "Tussen de regels door lezen"

Ageas	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	35,38 EUR
	Naam analist	Jason Kalamboussis	Koersdoel	47,5 EUR
	ISIN code	BE0974264930	Opwaarts potentieel	34,3%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	10,01	5,67	4,53	4,95
% groei j/j	134,0%	-43,4%	-20,1%	9,2%
Koerswinst ratio	3,5x	6,2x	7,8x	7,2x
Bruto dividend (EUR)	2,45	2,55	2,70	2,90
% groei j/j	8,8%	4,1%	5,9%	7,4%
Dividendrendement (%)	6,9%	7,2%	7,6%	8,2%

CEO Bart De Smet toonde zich op de conferentie **voorzichtig**, maar voor KBCS is het duidelijk dat de **dividendstromen** van heel wat landen naar de groep **hoger zijn dan verwacht**, hoewel de resultaten over het tweede kwartaal nog steeds kunnen worden afgezwakt door **lagere beleggingsinkomsten** (inclusief herwaarderingen van onroerend goed) of enkele **hogere claims** als gevolg van **Covid-19** (vooral in het VK). De **vooruitzichten** voor de **tweede jaarhelft** zien er **veel rooskleuriger** uit, waarbij vooral **China** tekenen van vroegtijdig herstel vertoont, terwijl de enige teleurstellende regio wellicht het VK blijft.

China

De cijfers van **april** waren **zeer sterk**, waardoor de totale omzet in China sinds begin 2020 met **slechts 2% daalde**. De aanwerving van zo'n 60.000 agenten netto (vs. 387.000 eind 2019) in het eerste kwartaal van 2020 betekent dat er meteen met de productie van het tweede kwartaal kon worden gestart. Het lijkt er dus op dat China zijn **budgetten en doelstellingen zal behalen**. Ondertussen werft ook grote broer **Ping An** fors meer agenten aan (doel: toename met 50%). De **rentevoeten** blijven wegen op het resultaat, maar er zijn verzachtende factoren. Het eigen vermogen van de Chinese activiteiten bedraagt 1,7 miljard euro, wat met een winstverwachting van 300 miljoen euro een **bijzonder hoog rendement op het eigen vermogen** oplevert. En die winst komt nog steeds voort uit stabiele, reguliere

premie-inkomsten.

Rest van Azië

Thailand en **Maleisië** leveren een even grote winstbijdrage op als het **VK** en **Portugal**, waarbij vooral Thailand stabiliseert op een groei van zowat 5%. In Maleisië zien we een tegenovergestelde trend: na enkele problemen vóór 2018 laat het groeicijfers optekenen van meer dan 20%. **Vietnam** en de **Filippijnen** draaien na 2 jaar break-even, wat normaal pas na 3 à 4 jaar het geval is.

Dividenden

Topman Bart De Smet maakte zich sterk dat Ageas wil uitbetalen wat het beloofd heeft. De verzekeringssector bevindt zich in een **betere positie dan de banken**, en Axa/Allianz hebben het **al dan niet mogen uitbetalen van dividenden aangekaart bij de Europese regulator** EIOPA. Uit stresstesten die Ageas zelf deed, bleek op 19 oktober al dat de groep zelfs in een slechter scenario dan Covid-19 **ruim boven de minimumeisen** blijft. De interne dividendstromen blijven sterk, waarbij zelfs het VK fors wat cash doet terugvloeien naar de holding (15 miljoen euro). Zo ook voor de Chinese activiteiten, waar naar verwachting meer dan 100 miljoen euro opgestroomd zal worden.

Covid-19

Ageas ziet slechts een **beperkte Covid-19-impact op het leven in China**. De daling van de volumes in Azië is aan het herstellen en in België zijn de “Unit Linked Sales” toegenomen. Al zouden lagere cijfers in het vastgoedsegment de **inkomsten uit beleggingen** kunnen **verminderen**. In het segment “Niet-leven” (schadeverzekeringen) is de evolutie tot nu toe positief, maar voor motorvoertuigen blijft de groep voorzichtig, omdat nieuwere bestuurders zich na de quarantaine mogelijk wat minder voorzichtig kunnen gedragen op de weg. Het segment “**Bedrijfsonderbreking**” zou in het VK rond 15 miljoen euro aan claims kunnen opleveren.

Herwaardering vastgoed

De vastgoedherwaarderingen zouden in het tweede kwartaal afgerond moeten zijn. **Shoppingcentra** en **Interparking** zullen daarbij waarschijnlijk **neerwaarts** aangepast worden, terwijl het segment “Office & Residential” vrij solide is. De **buffer** aan **niet-gerealiseerde winsten** blijft met **1,9 miljard euro** erg hoog, vooral omdat er jaarlijks slechts zo’n 80 miljoen euro nodig is. Ageas zit dus nog ca. 20 jaar goed.

Overnames

De groep blijft **zoeken naar overnameprooien**, maar daarvoor moet de markt zich

eerst wat stabiliseren. KBCS verwacht dus pas in **2021** activiteit op dit front, waarbij **Indonesië** nog steeds de prioriteit blijft. De activiteiten in het **VK** staan **niet te koop**: ze hebben meer dan voldoende cash én bieden ook een pak diversificatie voor wat de solvabiliteitsvereisten betreft.

Ageas	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	2.620,0	2.646,0	2.537,0	2.443,0	2.245,7	2.266,5	2.268,2	2.275,3
REBITDA (milj.)	222,0	240,0	265,0	222,0	185,5	202,6	222,7	237,4
REBITDA marge	8,5%	9,1%	10,4%	9,1%	8,3%	8,9%	9,8%	10,4%
Netto resultaat (milj.)	50,0	62,0	70,0	37,0	33,5	58,5	74,3	85,9
							20E	21E
P/E	7,3x	7,9x	8,3x	18,4x	9,9x	8,2x	6,8x	6,0x
EV/EBITDA	10,5x	9,6x	9,4x	11,0x	14,0x	11,3x	9,9x	8,9x
Koers/boekwaarde	3,9x	2,1x	2,7x	2,5x	2,6x	2,1x	1,7x	1,4x
Rendement op vrije cash flow	31,3%	23,0%	16,9%	-1,0%	7,4%	9,3%	12,5%	14,1%
Dividendrendement (bruto)								
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	126,0	58,0	-18,0	18,0	54,3	21,0	-32,8	-96,6
Net debt/REBITDA	0,57x	0,24x	-0,07x	0,06x	0,29x	0,10x	-0,15x	-0,41x
							20E	21E
Omzet-groei		1,0%	-4,1%	-3,7%	-8,1%	0,9%	0,1%	0,3%
REBITDA-groei		8,1%	10,4%	-16,2%	-16,4%	9,2%	9,9%	6,6%
Netto winstgroei		24,0%	12,9%	-47,1%	-9,3%	74,3%	27,1%	15,6%

Bron: KBC Securities



Ahold Delhaize: "Mooi op koers"

Ahold Delhaize	Advies	KOPEN	Huidige koers	23,64 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	26 EUR
	ISIN code	NL0011794037	Opwaarts potentieel	10,0%
Winst per aandeel (EUR)	2019A	2020E	2021E	2022E
	1,60	1,74	1,94	2,16
% groei j/j	4,6%	8,9%	11,7%	11,5%
Koerswinst ratio	14,8x	13,6x	12,2x	10,9x
Bruto dividend (EUR)	1,02	0,78	0,83	0,92
% groei j/j	52,9%	-24,2%	6,5%	11,7%
Dividendrendement (%)	4,3%	3,3%	3,5%	3,9%

CEO Frans Muller bevestigde dat de groep **erg gefocust en gedisciplineerd** blijft. Zelfs in turbulente tijden beschikt Ahold Delhaize over de nodige **veiligheidsbuffers**.

Consumptietrends

Ahold-Delhaize is van mening dat de **verschuiving naar thuisconsumptie** (vs. buitenshuis) structureel is en in het voordeel van de foodretailers zal spelen. Dat blijkt uit recente trends: april was nog steeds een sterke maand, hoewel de activiteit iets lager lag dan in maart.

Social distancing

De **afstandsmaatregelen** verminderen de **drukke** in de winkel en de **kostenproductiviteit**, maar dat is voor elke retailer hetzelfde. De spelers die hiermee het meest **efficiënt** omgaan en de **hoogste veiligheidsprotocollen** toepassen, zullen het **best presteren**. Wat dat betreft was Ahold Delhaize de eerste retailer die in de VS plexiglas introduceerde.

Overname VS

Recent nam de groep **62 BI-LO/Harvey's-supermarkten** over. Dat is een mooie aanvulling in de zuidoostelijke regio in de VS en zal een **bescheiden bijdrage** leveren aan de winstgroei op de middellange termijn. Ahold Delhaize blijft overtuigd van de strategische zin van de investering in zijn toeleveringsketen en is **verbaasd over de marktreactie** op de aankondiging. Verder zijn markten zoals de **VS** of **België** overbezet en rijp voor verdere **consolidatie**. Sommige spelers hebben door Covid-19 wellicht wat zuurstof gekregen, maar op lange termijn zullen er opportuniteiten ontstaan. Met zijn **sterke cashflowgeneratie** zit de groep naar eigen zeggen in een ideale positie om die kansen te grijpen.

Omnichannel

CEO Muller is overtuigd dat omnichannel in de toekomst de enige manier is. Covid-19 versnelt de verandering van gewoontes die op lange termijn zullen blijven voortduren. Nu alle **onlineplatformen op volle toeren** draaien (bijv. Peapod >50%, bol.com >60%...) gelooft Ahold Delhaize dat de **doelstelling** om **tegen 2021 een online omzet van 7 miljard euro** te realiseren, sneller dan verwacht zal worden bereikt. In de VS is AD met **Peapod de sterkste online foodretailer** en omnichannelspeler aan de Oostkust. AD zelf verschuift van thuisbezorging naar **meer Click & Collect**, wat winstgevender is en ook voor de klanten handig is.

Jumbo in België

Ahold Delhaize voelt tot nu toe **geen echte impact** van de intrede van Jumbo in ons land. Die groep heeft ambities, maar is nog steeds klein. Toen Jumbo zijn eerste winkel in België opende, was er wel een beperkte impact op de Delhaize-winkels, maar dat herstelde snel.

Bol.com

Bol.com draait een positieve bedrijfswinst (EBIT) en **groeit nog steeds zeer snel**. De belangrijkste onderscheidende factor ten opzichte van andere onlinespelers is de **betrouwbaarheid van de levering** van de laatste kilometer (incl. opties voor levering de volgende dag, in de late avond en op zondag). KBCS heeft de indruk dat de groep wat gefrustreerd is dat de **onderliggende waarde van bol.com niet wordt weerspiegeld** in de huidige groepswaardering.

Vooruitzichten

Het management heeft **vertrouwen in zijn eerder uitgesproken verwachtingen** voor 2020, aangezien die **voldoende buffers** bevat. Voor het tweede kwartaal herhaalt de groep dat de consensusverwachting voor de marge (3,2%) zich eerder aan de onderkant van de vooropgestelde vork bevindt.

Ahold Delhaize	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	32.774,4	38.203,0	49.695,0	62.890,0	62.791,0	66.260,0	70.337,3	72.297,6
REBITDA (milj.)	2.146,0	2.465,0	3.048,0	4.082,0	4.211,0	5.511,0	5.776,2	5.968,0
REBITDA marge	6,5%	6,5%	6,1%	6,5%	6,7%	8,3%	8,2%	8,3%
Netto resultaat (milj.)	594,0	852,0	830,0	1.817,0	1.793,0	1.766,0	1.850,7	1.937,5
							20E	21E
P/E	15,0x	15,7x	19,5x	11,0x	0,0x	13,0x	13,0x	11,5x
EV/EBITDA	5,4x	6,4x	11,2x	7,1x	7,1x	7,1x	6,9x	6,6x
Koers/boekwaarde	2,3x	2,6x	1,5x	1,4x	1,5x	1,7x	1,7x	1,6x
Rendement op vrije cash flow	9,4%	8,0%	5,5%	9,1%	11,4%	12,9%	12,9%	12,6%
Dividendrendement (bruto)	3,6%	2,9%	1,7%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	3,5%
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	1.311,0	1.148,0	2.722,0	2.205,0	3.032,0	11.959,0	12.095,3	12.464,1
Net debt/REBITDA	0,61x	0,47x	0,89x	0,54x	0,72x	2,17x	2,09x	2,09x
							20E	21E
Omzet-groei		16,6%	30,1%	26,6%	-0,2%	5,5%	6,2%	2,8%
REBITDA-groei		14,9%	23,7%	33,9%	3,2%	30,9%	4,8%	3,3%
Netto winstgroei		43,4%	-2,6%	118,9%	-1,3%	-1,5%	4,8%	4,7%

Bron: KBC Securities

BASIC-FIT

Basic-Fit: "Heropening met vers geld en verse lucht"

Basic-Fit	Advies	KOPEN	Huidige koers	24,35 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	29 EUR
	ISIN code	NL0011872650	Opwaarts potentieel	19,1%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,20	-1,45	0,70	1,39
% groei j/j	-37,2%	-	-148,1%	99,2%
Koerswinst ratio	120,5x	-	34,9x	17,5x
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
% groei j/j	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

De presentatie van Basic-Fit gaf KBCS het vertrouwen dat zijn basisscenario realistisch is en blijft. Aangezien de **situatie gunstig evolueert**, getuige daarvan de recente heropening van de clubs door de versoepeling van de lockdownmaatregelen, bevestigt analist Alan Vandenberghe zijn **"Kopen"-advies en 29 euro koersdoel**. Met meer dan 25% opwaarts potentieel is de verhouding tussen risico en rendement gunstig.

Covid-19

Het management meent dat de **huidige situatie tijdelijk** is en dat de sector zal terugkeren naar het "oude normaal". Daarom werd ook geen apparatuur uit de clubs verwijderd. De groep heeft een **eigen protocol** dat voorziet in een betere luchtcirculatie (2,5x de totale luchtcirculatie per uur), extra schoonmaak, opdeling in zones, geen live lessen, geen douches en herschikking van de toestellen (gemiddeld blijven er 100 van de 130 toestellen operationeel).

De **capaciteitsbeperkingen** die bijv. in **Frankrijk** worden opgelegd, zijn volgens Basic-Fit slechts een **tijdelijk** probleem voor een beperkt aantal clubs. De app voor reservatie en de cluster (de hoge dichtheid van de clubs in het gebied) zullen helpen om de impact te verzachten, door de capaciteitsbenutting te spreiden.

Wel is het zo dat Covid-19 tot **hogere exploitatiekosten** zal leiden, voornamelijk schoonmaakkosten. Maar die stijging zal beperkt zijn, aangezien bijv. het

schoonmaken van de douches niet meer nodig zal zijn. De extra kosten zouden niet mogen verhinderen dat de marge van mature clubs rond de historische 47% à 50% zal schommelen.

Evolutie ledenaantallen

In de eerste dagen van Covid-19 nam het aantal vertrekkende leden toe, ten opzichte van de verwachte groei met 10%. Maar aangezien de inning van het **lidmaatschapsgeld bevroren** is, blijft het **aantal vertrekkers erg laag**, zelfs lager dan normaal. Op basis van de trends in China heeft de groep er alle vertrouwen in dat de **bezoekers snel zullen terugkeren**. Bovendien zou het aantal nieuwe leden ook kunnen **toenemen**, vooral omdat er deze zomer **minder gereisd** zal worden. Basic-Fit denkt ook dat Covid-19 op langere termijn een **trigger** kan zijn voor mensen om aan hun gezondheid te werken en dus meer te gaan sporten.

Digitaal / nieuwe bedrijfsmodellen

De **combinatie** van **clubs** en een **digitale aanwezigheid** is altijd een onderdeel geweest van de strategie. Sinds Covid-19 zijn de statistieken over het **gebruik van apps geëxplodeerd**. De groep gelooft sterk in de combinatie van beide en denkt niet dat clubs zullen verdwijnen, want alleen trainen is – laten we eerlijk zijn – saai. Gezien het succes van de app kijkt Basic-Fit ook naar manieren om daaruit munt te slaan (bijv. het openstellen van de app voor niet-leden of het overwegen van andere lidmaatschapsformules), maar het is nog te vroeg om dat te zeggen.

Overnames

De crisis doet mogelijk ook **overnamekansen** ontstaan, omdat sommige (kleinere) clubs niet sterk genoeg zullen staan eens de overheidssteun stopt. Wat de uitbreiding betreft, zegt het management dat het nog te vroeg is om te zeggen hoe het groeiprofiel er na 2020 zal uitzien. De ambitie blijft om opnieuw uit te breiden, organisch of via overnames. KBCS meent dat een doelstelling van **60 nieuwe clubs in 2020 realistisch** is.

Basic-Fit	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	908,4	1.028,9	258,6	325,8	401,8	515,2	422,9	688,9
REBITDA (milj.)	63,1	74,1	80,4	100,5	121,1	265,9	172,9	362,8
REBITDA marge	6,9%	7,2%	31,1%	30,8%	30,1%	51,6%	40,9%	52,7%
Netto resultaat (milj.)	23,9	17,5	-32,4	11,1	23,6	19,1	-69,4	50,2
							20E	21E
P/E	34,9x	0,0x	0,0x	63,0x	81,0x	146,0x	0,0x	35,9x
EV/EBITDA	9,2x	3,4x	15,3x	12,7x	14,7x	11,5x	17,1x	8,8x
Koers/boekwaarde	1,2x	1,2x	2,8x	3,0x	4,4x	5,3x	5,2x	4,7x
Rendement op vrije cash flow	2,9%	12,1%	-9,1%	-7,2%	-3,0%	3,5%	1,8%	6,2%
Dividendrendement (bruto)	2,8%	3,0%						
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	-63,4	-265,0	205,7	281,6	333,0	1.456,4	1.597,4	1.830,3
Net debt/REBITDA	-1,01x	-3,58x	2,56x	2,80x	2,75x	5,48x	9,24x	5,04x
							20E	21E
Omzet-groei		13,3%	-74,9%	26,0%	23,3%	28,2%	-17,9%	62,9%
REBITDA-groei		17,5%	8,5%	25,0%	20,5%	119,6%	-35,0%	109,9%
Netto winstgroei		-27,0%	-285,3%	-134,4%	112,0%	-19,1%	-463,7%	-172,3%

Bron: KBC Securities



Bekaert: “Uitdagende vooruitzichten, maar gedisciplineerde aanpak”

Bekaert	Advies	HOUDEN	Huidige koers	19,63 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	25 EUR
	ISIN code	BE0974258874	Opwaarts potentieel	27,4%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,73	1,60	2,63	3,19
% groei j/j	4,4%	118,5%	64,9%	21,0%
Koerswinst ratio	26,8x	12,3x	7,5x	6,2x
Bruto dividend (EUR)	0,35	0,35	0,70	0,80
% groei j/j	-50,0%	0,0%	100,0%	14,3%
Dividendrendement (%)	1,8%	1,8%	3,6%	4,1%

Voor Bekaert namen CFO Taoufiq Boussaid en Katelijn Bohez van Investor Relations deel aan de virtuele conferentie. KBC Securities-analist Wim Hoste waardeert de ‘hands-on’-aanpak van de nieuwe CFO, met vooral de **solide vooruitgang op het gebied van werkkapitaalbeheer** in de afgelopen kwartalen. Dat resulteerde onder meer in een aanzienlijk **versterkte balans**. Maar er is **meer margeverbetering nodig** om Bekaert in een consistente waardecreatiezone te brengen. Het gebrek aan zicht op dat traject en de belangrijke **uitdagingen op korte termijn** in verband met de **economische terugval** door de coronapandemie zetten KBCS ertoe aan om in dit stadium het **“Houden”-advies** te herhalen.

Kostenbesparingen / efficiëntie

Het **herstructureringsplan** van vorig jaar voor de Belgische activiteiten en twee recente **fabriekssluitingen** in Steel Wire Solutions (in de VS en Maleisië) leveren momenteel op jaarbasis ongeveer **40 miljoen euro aan besparingen** op. Bekaert blijft zoeken naar **efficiëntieverbetering**, hoewel er geen becijferd inzicht werd gegeven in nieuwe potentiële besparingsmogelijkheden. De CFO verklaarde dat de **verkoop- en algemene beheerskosten** in het eerste kwartaal van 2020 met **9% gedrukt** konden worden, al is het moeilijk te voorspellen welk deel hiervan zal blijven hangen. Reisbeperkingen, bijvoorbeeld, zijn wellicht tijdelijke maatregelen. KBCS gelooft dat het bedrijf **kritisch** blijft kijken naar zijn voetafdruk, waarbij de Amerikaanse positie wellicht nog steeds enkele vraagtekens oproept, net als de Europese in rubberversterking.

Covid-19-impact

De **toeleveringsketen** van Bekaert wordt momenteel **niet** echt door Covid-19 **verstoord**. Eind maart werden zo’n 23% van de **sites gesloten**; intussen is dat gedaald tot 11%.

Innovatie

Bekaert blijft **toonaangevend** in het segment van de **hogere treksterkte**. Hoewel

bijvoorbeeld **Xingda** ook enkele van deze hogere treksterkte staalkoordkwaliteiten kan maken, kunnen ze dit alleen doen met duurdere walsdraadkwaliteiten die uit Japan moeten worden geïmporteerd.

Rubber Reinforcement

De **Chinese binnenlandse bandenmarkt** is sinds maart aanzienlijk **hersteld**, terwijl de Chinese exporteurs en andere bandenproducenten buiten China op dit moment duidelijk onder grote druk staan.

Buiten China waren eind maart en april de **dieptepunten voor de bandenmarkt**, met een verbetering in mei ten opzichte van april. In juni zal het herstel zich naar schatting verder doorzetten. Bekaert verwacht dat het segment van de **vrachtwagenbanden** zich zal herstellen vóór het segment van de personenwagens, en herinnert eraan dat doorgaans ongeveer 25% van de banden naar het OEM-segment gaat en 75% naar de vervangingsmarkt. Over het geheel genomen verwacht het management **geen terugkeer naar het niveau van 2019** in 2020, terwijl ook het niveau in 2021 onder dat van 2019 kan uitkomen. Positief is wel dat de markt zich vrij rationeel gedraagt en dat de **prijstelling is verbeterd** tot het niveau van 2018.

Steel Wire Solutions en BBRG

Beide divisies hebben goede **voortgang** geboekt op het gebied van het verminderen van hun portfolio en de optimalisatie van de prijs/mix-verhouding.

Latijns-Amerika

De business in Latijns-Amerika vertoont een contrastrijk beeld. De activiteiten in **Costa Rica** en **Peru** hebben het moeilijk, terwijl **Brazilië** in het eerste kwartaal relatief stabiel bleef.

Balans

Op het einde van het eerste kwartaal **daalde het werkkapitaal** met 321 miljoen euro ten opzichte van een jaar eerder. Dat komt deels door het toegenomen gebruik van **factoring**, al meent de CFO dat het grootste deel van de verbetering in het werkkapitaal ook **structureel** is.

De **investeringen** voor 2020 zullen worden **verlaagd**, maar belangrijke projecten, zoals dat voor de Vietnamese Rubber Reinforcement-fabriek, worden niet geannuleerd. KBCS stipt aan dat de **verhouding nettoschuld/EBITDA** op het einde van het eerste kwartaal uitkwam op **2,1x**.

Financiële doelstellingen

In eerste instantie was het de bedoeling om de onderliggende **EBIT-marge** te herstellen tot **minstens 7% in 2022** (na 5,6% in 2019), maar Covid-19 zet deze timing op losse schroeven. Er zijn **geen duidelijke richtlijnen** over wat een **realistische timing** zou kunnen zijn om de 7% te bereiken. Opsteker is dat Bekaert een stabiele onderliggende bedrijfskasstroom (EBITDA) realiseerde in het eerste kwartaal van 2020.

Nieuwe CEO

Na het **vertrek van CEO Matthew Taylor** om persoonlijke redenen is Bekaert op zoek naar een nieuwe CEO en hoopt in **september/oktober** met een aankondiging te komen. Zowel interne als externe kandidaten worden in overweging genomen.

Bekaert	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	3.215,7	3.671,1	3.715,2	4.098,2	4.305,3	4.322,5	3.757,5	4.138,0
REBITDA (milj.)	341,9	441,4	481,4	498,0	426,0	468,0	409,0	465,9
REBITDA marge	10,6%	12,0%	13,0%	12,2%	9,9%	10,8%	10,9%	11,3%
Netto resultaat (milj.)	87,2	102,2	105,2	184,7	39,8	41,3	90,3	148,9
P/E	19,2x	14,8x	12,1x	16,2x	22,3x	15,0x	13,1x	8,6x
EV/EBITDA	7,9x	6,0x	6,9x	7,6x	8,0x	6,7x	5,9x	5,0x
Koers/boekwaarde	1,2x	1,1x	1,5x	1,7x	1,2x	1,0x	0,8x	0,8x
Rendement op vrije cash flow	-1,5%	15,9%	6,0%	-1,3%	-0,1%	25,2%	16,5%	5,3%
Dividendrendement (bruto)	3,1%	3,4%	3,0%	2,6%	2,5%	1,5%	1,8%	3,5%
Nettoschuld (€m)	878,9	874,8	1.088,3	1.165,6	1.180,4	992,3	840,3	842,5
Net debt/REBITDA	2,57x	1,98x	2,26x	2,34x	2,77x	2,12x	2,05x	1,81x
Omzet-groei		14,2%	1,2%	10,3%	5,1%	0,4%	-13,1%	10,1%
REBITDA-groei		29,1%	9,1%	3,4%	-14,5%	9,9%	-12,6%	13,9%
Netto winstgroei		17,3%	2,9%	75,6%	-78,5%	3,9%	118,5%	64,9%

Bron: KBC Securities



Bpost: "Volumeverhaal"

bpost	Advies	HOUDEN	Huidige koers	6,26 EUR
	Naam analist	Thomas Couvreur	Koersdoel	9,5 EUR
	ISIN code	BE0974268972	Opwaarts potentieel	51,8%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,77	0,55	0,79	0,93
% groei i/j	-41,8%	-28,1%	43,0%	17,3%
Koerswinst ratio	8,1x	11,3x	7,9x	6,7x
Bruto dividend (EUR)	0,62	0,50	0,55	0,60
% groei i/j	-52,7%	-19,3%	10,1%	9,0%
Dividendrendement (%)	9,9%	8,0%	8,8%	9,6%

Bpost heeft het niet gemakkelijk, getuige daarvan de verwachte daling van de genormaliseerde bedrijfswinst (EBIT) met meer dan 30% in 2020, het onaantrekkelijke rendement op het ingezet vermogen (ROCE) in de pakketjesdivisie en een versnelde volumedaling van de grootste winstgevende postactiviteiten. KBC Securities-analist Ruben Devos heeft bijgevolg moeite om elementen te vinden die het verhaal op korte termijn ondersteunen.

Daartegenover staat dat beleggers deze **risico's al volledig in de beurskoers hebben ingecalculleerd**: analisten mikken gemiddeld op een genormaliseerde EBIT van 189 miljoen euro in 2020 (tegenover 311 miljoen euro in 2019) en

zien een licht herstel tot 228 miljoen euro in 2021. Cruciaal is of bpost erin slaagt om de voorspelde **ommekeer bij Radial** te realiseren en tegelijkertijd de **dalende prestaties van het postsegment** kan compenseren met **groei in de pakketbezorging**. Het advies blijft bij KBCS op “**Houden**” staan.

Alternerende distributie

In maart 2020 startte bpost met de implementatie van het model van de alternerende distributie. Dat moet leiden tot een verlaging van de ophaalfrequentie en de transportkosten, een verhoging van de sorteerefficiëntie, een hogere dichtheid van geleverde pakketjes en minder transport in de laatste kilometer. Het management zag de **implementatie goed verlopen** met weinig tegenstand van de medewerkers. Het **risico** bestaat dat de verminderde bezorgfrequentie en/of de hogere prijzen voor prioritaire bezorging de **daling van het postvolume zullen versnellen**. Voor de periode 2019 tot en met 2022 mikt KBCS op een gemiddelde daling van het postvolume met 9,3% per jaar.

PaLo Noord-Amerika

Het segment PaLo Noord-Amerika realiseerde in het eerste kwartaal een **omzetstijging met 14%** dankzij hogere volumes per klant en een groeiend klantenbestand. Volgens het management van bpost blijven klanten die van plan waren te vertrekken nu wat langer hangen, wat al dan niet een structurele trend is. Toen bpost in 2017 **Radial** overnam, was het bedrijf “commercieel dood”, zo verklaarde ex-CEO Koen Van Gerven in een artikel in De Tijd. Intussen zijn de **commerciële prestaties** van Radial echter **aanzienlijk verbeterd**, inclusief een herziening van de prijszetting. KBCS verwacht een verbetering van de genormaliseerde EBIT van -3 miljoen euro in 2019 tot 59 miljoen euro in 2022, voornamelijk dankzij een jaarlijkse gemiddelde omzetgroei van 9% bij Radial.

Marges

Ondanks de positieve evolutie van de inkomsten in de PaLo-divisies sinds midden maart 2020, **denkt bpost niet dat het uit de huidige situatie economisch voordeel zal halen**. Het management zegt dat 6-8% van de marges voor het segment PaLo Eurasia duurzaam zijn en dat beleggers niet moeten rekenen op “dubbele cijfers”. Vandaag de dag werken de pakketoperatoren veel meer dan vroeger aan **waardebeheer**: ze voeren niet alleen **gedifferentieerde prijzen** in (voor de verwerking van grotere artikelen, in piekperiodes, enz.), maar brengen ook de **volumes in evenwicht** en verhogen het gebruik van de activa.

Dividendbeleid

Bpost wilde altijd 85% van het nettoresultaat (op basis van BGAAP boekhouding) aan de aandeelhouders teruggeven, maar schortte dat beleid recent op. De groep zal een **nieuw beleid bepalen** eens “de **impact van de coronacrisis op langere termijn**

duidelijk wordt”. Voor 2020 mikken analisten op een dividend per aandeel van 0,41 euro, wat 44% lager ligt dan in 2019.

Strategische herziening

Het management zegt te werken aan een strategische herziening, waarover het in de komende 12 maanden zal communiceren. Het heeft de ambitie om “**zeer transparant**” te zijn over de gerapporteerde **resultaten** en over de **jaarvooruitzichten**. Toch aarzelt het bedrijf om meerjarige doelen te stellen, omdat het zich in een transformatieproces bevindt en daarom niet kan voorspellen hoe snel de e-commerce zal groeien en/of de postvolumes zullen afnemen.

bpost	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	2.464,8	2.433,7	2.425,4	3.024,0	3.850,4	3.838,0	3.868,5	3.988,4
REBITDA (milj.)	572,1	609,7	587,0	598,2	571,3	537,8	444,7	490,6
REBITDA marge	23,2%	25,1%	24,2%	19,8%	14,8%	14,0%	11,5%	12,3%
Netto resultaat (milj.)	293,6	333,2	344,0	316,3	234,3	133,5	90,9	138,5
							20E	21E
P/E	4,4x	13,6x	13,4x	14,4x	12,9x	12,6x	12,1x	8,3x
EV/EBITDA	1,3x	7,2x	7,0x	8,4x	6,8x	5,2x	4,7x	4,0x
Koers/boekwaarde	1,9x	6,9x	6,0x	6,0x	4,7x	2,7x	1,8x	1,7x
Rendement op vrije cash flow	29,7%	6,9%	6,4%	3,6%	9,2%	11,7%	9,1%	6,9%
Dividendrendement (bruto)	19,6%	5,4%	5,7%	5,7%	7,9%	6,7%	7,8%	8,6%
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	-486,3	-549,7	-480,9	292,3	344,7	779,8	657,6	557,0
Net debt/REBITDA	-0,85x	-0,90x	-0,82x	0,49x	0,60x	1,45x	1,48x	1,14x
							20E	21E
Omzet-groei		-1,3%	-0,3%	24,7%	27,3%	-0,3%	0,8%	3,1%
REBITDA-groei		6,6%	-3,7%	1,9%	-4,5%	-5,9%	-17,3%	10,3%
Netto winstgroei		13,5%	3,2%	-8,1%	-25,9%	-43,0%	-31,9%	52,4%

Bron: KBC Securities

GBL

GBL: “Speurheus in W-vormige herstelperiode”

GBL	Advies	KOPEN	Huidige koers	78,66 EUR
	Naam analist	Michiel Declercq	Koersdoel	77 EUR
	ISIN code	BE0003797140	Opwaarts potentieel	-2,1%

Het werd een open gesprek met GBL-CEO Ian Gallienne, die een zeer **duidelijke visie voor de komende maanden en jaren** uiteenzette. Een verdere **diversificatie** naar **nieuwe sectoren** zoals gezondheidszorg, voeding en digitalisering in combinatie met mogelijke **opportuniteiten op de M&A-markt** bevestigen de overtuiging van KBC Securities-analist Michiel Declercq dat de **huidige discount van 30% ten opzichte van de intrinsieke waarde té hoog** is.

GBL is en blijft een **belegging op lange termijn**, met een **financieel gezonde portefeuille**. Dat verklaart het “**Kopen**”-advies en **77 euro koersdoel** bij KBCS.

Covid-19

GBL heeft er bij haar participaties op aangedrongen kredietlijnen op te nemen om de sterke financiële positie (gemiddelde schuldgraad van 1,3x) verder te verbeteren. Het management verwacht dat er **opportuniteiten voor fusies en overnames** zullen zijn eens de markten zich hebben gestabiliseerd. Dat zou in hun voordeel moeten spelen, aangezien de meeste participaties binnen hun sector toonaangevend zijn.

Alle holdings hebben een M&A-verlanglijstje klaar en houden de overnameprooiën nauwlettend in de gaten.

Nieuwe investeringen

De **financiële markten** weerspiegelen vandaag niet de situatie van de **onderliggende economie**, was de boodschap. Aangezien het management een **W-vormig herstel verwacht**, met meer faillissementen en ontslagen, blijft GBL **voorzichtig investeren**.

De groep investeerde de afgelopen 10 weken slechts 300 à 400 miljoen euro, voornamelijk **inkopen van aandelen** (maximum 250 miljoen euro voor 2020), een **verhoging van het belang** in bestaande participaties (zoals adidas en Sienna Capital in het eerste kwartaal) en **nieuwe investeringen** waarvan er één 'rechttoe rechtaan' is en één 'wat meer tegendraads' is. Veel meer details werden niet vrijgegeven.

Sectorpositionering

De anders veerkrachtige portefeuille is **bijzonder kwetsbaar voor Covid-19**. GBL wil in de toekomst aan eenzelfde tempo blijven **diversifiëren**. Drie sectoren staan daarbij op de radar: **voeding, gezondheidszorg** en **digitale bedrijven**. Maar voor die laatste zijn de instapmogelijkheden binnen Europa beperkt. Dat is belangrijk, want de sterke familiebanden maken dat de **focus op Europa blijft**, al kunnen de ondernemingen natuurlijk een internationale inkomstenstroom hebben. Het management merkt ook op dat **beursgenoteerde participaties 20% goedkoper zijn dan private participaties**, omdat er veel ongebruikte cash aan de zijlijn staat in de Private Equity-markt.

Pargesa

Pargesa van de beurs halen zal de groepsstructuur vereenvoudigen, zodat dubbele kortingen/kosten vermeden kunnen worden. Het zal ook de **free float van GBL verhogen**, iets wat vroeger een probleem was bij de Amerikaanse beleggers.

Dividend

Het is nog te vroeg om commentaar te geven op het dividend van volgend jaar, aangezien **sommige belangen beperkingen hebben op dividenduitkeringen** (bijv. adidas). Het management hoopt op meer duidelijkheid tegen de halfjaarcijfers en nam het dividend van Imerys volledig op in aandelen.

Aandelenportefeuille

- **Mowi** : Dit betreft een kleine positie. Wanneer GBL geïnteresseerd is in een onderneming, is het de standaardprocedure om eerst een kleine positie te verwerven. GBL heeft een boon voor Mowi, omwille van zijn

sterke balans, sterk dividendrendement en familiebanden binnen een sector waar het waarde in ziet. Aangezien het aandeel door zijn **blootstelling aan hotels/restaurants** recent **onder druk** is komen te staan, zijn er wellicht **instapmogelijkheden**.

- **Webhelp** : De veerkrachtige industrie staat hier centraal. De daling van de bedrijfskasstroom (EBITDA) en de omzet zal ergens tussen 5 en 10% van het budget liggen. **Covid-19 zou op lange termijn een positief effect kunnen hebben** op de uitbestedingsactiviteiten, aangezien bedrijven de kosten willen verlagen en verdere fusies en overnames in een gefragmenteerde, maar consoliderende markt in gang gezet kunnen worden. Er is nog geen sprake van een herwaardering van het belang, maar als dat wel het geval is, zal het een kleine financiële impact hebben.
- **Parques Reunidos** : De pretparkengroep staat dicht bij een **deal** om de **financiering** voor een jaar veilig te stellen. Als Covid-19 langer duurt dan 2021, zal extra financiering nodig zijn. In ieder geval zijn juli en augustus goed voor 80% van de inkomsten, dus de zomermaanden zijn erg belangrijk. Er is vandaag nog geen sprake van een **bijzondere waardevermindering**, maar die zal volgens KBC Securities **onvermijdelijk** zijn.
- **adidas** : De groep telde na de **heropening** van **winkels** in **Azië** minder klanten, maar die leverden wel **meer omzet per klant** op. Consumenten die naar de winkel komen, weten duidelijk wat ze willen. De groep ziet elke week meer klanten terugkomen, al is er nog **geen zicht op Europa**.



Ontex: "Overgeleverd aan de markt"

Ontex	Advies	HOUDEN	Huidige koers	13,02 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	16,5 EUR
	ISIN code	BE0974276082	Opwaarts potentieel	26,7%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,46	1,10	1,52	1,65
% groei j/j	-61,6%	139,0%	38,5%	8,6%
Koerswinst ratio	28,4x	11,9x	8,6x	7,9x
Bruto dividend (EUR)	0,40	0,26	0,38	0,52
% groei j/j	-32,2%	-35,9%	46,3%	38,5%
Dividendrendement (%)	3,1%	2,0%	2,9%	4,0%

KBC Securities-analist Alan Vandenberghe gelooft dat Ontex zijn **activiteiten zo goed als onder controle** heeft, tenminste aan de kostenkant. Maar de evolutie van **wisselkoersen** en de **vraag naar de producten** evolueren **minder gunstig**. Die trends zullen de onderliggende winstgevendheid beïnvloeden. De **grondstoffen prijzen** zijn voorlopig **comfortabel** te noemen, maar afhankelijk van de ontwikkeling van de fluff-prijs kan dit ook in 2021 aan de orde komen. Geen aanpassingen aan het **"Houden"-advies**.

Huidige bedrijfsomstandigheden

De **omzetstijging** in **maart** had voor 100% te maken met het aanleggen van

voorraden bij het begin van de Covid-19-pandemie. **Sinds april** heeft Ontex in de hele sector een **vraagvertraging** gezien en die hield in mei nog steeds aan. Het huidige niveau ligt daardoor onder het normale niveau. De **vraag in Europa is zeer zwak**, omdat de kans op een economische terugval toeneemt. Ontex merkte echter op dat het **geen marktaandeel verloor** (ten opzichte van Private Label-concurrenten of A-merken), al geeft het management toe dat **Procter & Gamble** de **druk op de markt voor babyluiers** hoog blijft houden, vooral in Europa.

Grondstoffen

De belangrijkste indexen zijn sinds het tweede kwartaal van 2019 in waarde gedaald, wat de winst- en verliesrekening vanaf het vierde kwartaal van 2019 positief begon te beïnvloeden. Dat zorgde voor een zeer positieve impact in het eerste kwartaal van 2020. In de afgelopen 2 maanden begon de **fluff-prijs** zich echter te **herstellen**, wat volgens het management waarschijnlijk te wijten is aan het **verwachte economische herstel in China**. Gezien de structuur van de contracten verwacht Ontex **geen impact in 2020**.

Verkoopkosten

De **verkoopkosten** zijn in het eerste kwartaal van 2020 **duidelijk gestegen**. In de voorgaande jaren heeft Ontex te **weinig geïnvesteerd in Sales & Marketing**, omdat het te kampen had met negatieve ontwikkelingen op het vlak van wisselkoersen en grondstoffen. De stijging in het eerste kwartaal (met 151 basispunten) reflecteert een **inhaalbeweging** vanop een zeer lage basis. Het absolute cijfer is echter minder dramatisch dan het lijkt.

Wisselkoersen

De evolutie van de belangrijkste wisselkoersen is **erg volatiel** en de **impact** kan wel eens **aanzienlijk** zijn. Bij extrapolatie van de vooruitzichten voor het tweede kwartaal van 2020 kan de impact zelfs oplopen tot meer dan 100 miljoen euro op de omzet en ergens tussen 70 en 80 miljoen euro op de bedrijfskasstroom (EBITDA).

Brazilië / Mexico

In deze markten is de **situatie zeer gecompliceerd** vanuit het oogpunt van de **wisselkoersen**, maar ook vanuit het oogpunt van de **economische groei**. Ontex bekijkt de situatie dagelijks en onderneemt indien nodig actie.

Marges

Op de analistenmeeting van 2020 deelde Ontex mee dat het zijn **EBITDA-marge met 125 à 175 basispunten zou verhogen** ten opzichte van 2018. De groep lag in de eerste maanden van 2020 op schema om dat te realiseren, maar door **Covid-19** zal dat **niet meer mogelijk** zijn.

Amerikaanse markt

Ontex beschouwt de **recente investeringen** als relatief klein, met als doel de **lokale Amerikaanse voetafdruk te vergroten**. De overnames zijn ideaal gelegen om de Oostkust te bedienen en zullen de invoer uit o.a. de VS aanvullen, om zo de klanten beter te bedienen. Albaad (de verkoper) besloot zich terug te trekken uit de categorie van de interne vrouwelijke verzorging (d.w.z. tampons), en dus behoorden de Amerikaanse activiteiten niet meer tot de kernfocus. Ontex koopt enkele lijnen, contracten en inventaris over, maar geen verplichtingen, en doet dat voor een onbekend (klein) bedrag. De **investering** zal in ieder geval **over meerdere jaren** worden **gespreid**.

Transformatieplan

Ontex maakt **goede vorderingen** bij de uitvoering van zijn **kostenbesparingsplan** 'T2G' (Transform2Grow). De verschillende initiatieven zijn al zichtbaar op het niveau van inkoopssynergieën, maar de **commerciële impact zal meer tijd in beslag nemen**, aangezien Ontex vooral gericht is op het opbouwen van relaties met belangrijke klanten, wat tijd vergt.

Ontex	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	1.615,9	1.689,3	1.986,3	2.355,4	2.292,2	2.281,3	2.325,0	2.364,5
REBITDA (milj.)	196,1	209,1	248,1	266,5	234,0	245,0	284,0	303,0
REBITDA marge	12,1%	12,4%	12,5%	11,3%	10,2%	10,7%	12,2%	12,8%
Netto resultaat (milj.)	8,7	98,6	114,9	128,4	97,0	37,2	90,4	125,1
P/E	20,9x	18,1x	17,5x	18,0x	14,5x	12,5x	7,8x	7,3x
EV/EBITDA	14,1x	11,5x	12,0x	12,3x	12,2x	12,9x	7,9x	6,4x
Koers/boekwaarde	2,0x	2,2x	2,3x	2,1x	1,5x	1,1x	0,9x	0,8x
Rendement op vrije cash flow	2,6%	5,4%	3,5%	1,3%	2,6%	7,8%	3,9%	8,7%
Dividendrendement (bruto)		0,7%	1,6%	1,8%	2,7%	2,4%	2,0%	2,9%
Nettoschuld (€m)	585,1	405,5	621,2	744,2	760,0	861,3	762,4	699,1
Net debt/REBITDA	2,98x	1,94x	2,50x	2,79x	3,25x	3,52x	2,68x	2,31x
Omzet-groei		4,5%	17,6%	18,6%	-2,7%	-0,5%	1,9%	1,7%
REBITDA-groei		6,6%	18,6%	7,4%	-12,2%	4,7%	15,9%	6,7%
Netto winstgroei		1039,9%	16,5%	11,8%	-24,5%	-61,6%	142,9%	38,5%

Bron: KBC Securities



Solvay: "Meer portefeuilletransformatie, maar nu nog even niet"

Solvay	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	77 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	100 EUR
	ISIN code	BE0003470755	Opwaarts potentieel	29,9%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,15	5,10	5,82	6,75
% groei j/j	-98,2%	3408,7%	14,1%	16,0%
Koerswinst ratio	529,6x	15,1x	13,2x	11,4x
Bruto dividend (EUR)	3,75	3,75	3,75	3,86
% groei j/j	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%
Dividendrendement (%)	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%

Zowel de CEO, de CFO als het Investor Relations-team tekenden op de KBCS Benelux Conference present om te praten over commerciële lucht- en ruimtevaartcomposieten en olie- en gaschemicaliën, waarvan het onwaarschijnlijk

is dat de vraag op korte termijn zal aantrekken. KBC Securities-analist Wim Hoste stipt echter aan dat Solvay een **zeer gediversifieerde groep** is en dat deze activiteiten nog steeds relatief beperkt zijn in het groepstotaal (geschat op ongeveer 12% van de omzet van de groep), terwijl er **belangrijke maatregelen voor het herstel van de winst** worden genomen. De zichtbaarheid van de vooruitzichten op korte termijn blijft dan wel beperkt, maar Solvay wordt gewaardeerd omwille van zijn **aanzienlijke zelffinancieringscapaciteit** (410 miljoen euro tegen 2024). Het aandeel is volgens KBCS aantrekkelijk genoeg geprijsd om het **“Opbouwen”-advies** te behouden.

Covid-19

De aanpassing van de organisatie aan Covid-19 verloopt bij Solvay vlot. Ongeveer 10.000 van de 24.200 medewerkers werken thuis en alle administratieve vestigingen, behalve China en Korea, zijn gesloten. De **productielocaties** zijn vrijwel **volledig operationeel** gebleven, met uitzondering van een langdurige sluiting in China rond het Chinese Nieuwjaar (eind januari).

Initiatieven voor winstgroei

Solvay streeft naar een **besparing van 410 miljoen euro tegen 2024**, met inbegrip van het onlangs aangekondigde herstructureringsprogramma in het segment Composites voor 60 miljoen euro. Solvay realiseerde in het eerste kwartaal van 2020 ongeveer 50 miljoen euro aan kostenbesparingen.

Composietmaterialen

Voor het segment Composites mikt het management niet op een V-vormig, maar wel op een **L-vormig herstel**. Het zal enkele jaren duren om de vraag weer op het niveau van 2019 te krijgen, wat de onlangs aangekondigde **herstructureringsmaatregelen** verklaart. Daarbij worden twee locaties gesloten, met de bedoeling om **jaarlijks 60 miljoen euro uit te sparen**.

De verdeling van de inkomsten is ongeveer 60% commerciële lucht- en ruimtevaart, 25% militair en 15% industrieel. Militair is stabiel tot groeiend, zonder dat de orderportefeuille recent is gewijzigd. Commerciële lucht- en ruimtevaartcomposieten worden getroffen door de **verminderde productie van vliegtuigen** bij belangrijke klanten Boeing en Airbus. Boeing kondigde recent aan de productie van de 737 Max met mondjasmaat opnieuw op te starten (tot 31 stuks per maand in de loop van 2021, ver onder het 50+ productietempo uit het verleden). Solvay is **meer dan de concurrenten blootgesteld aan vliegtuigen van het type “single-aisle”**, die mogelijk **sneller zullen herstellen** van de huidige crisis, omdat ze minder blootgesteld zijn aan intercontinentaal luchtverkeer. Ze hebben ook een groter penetratiepotentieel van composietmaterialen (slechts 5% tegenover 50%+ in vliegtuigen met een breed draagvlak).

De **vooruitzichten op langere termijn blijven positief**, hoewel het orderboek voor Boeing en Airbus onder het niveau van de voorbije 8 jaar noteert. Verder zullen sommige **overheidsinitiatieven voor Solvay gunstig uitpakken**, denk aan de Franse overheid die Air France steunt en vraagt om een vergroening van de vloot.

Speciale polymeren

De prestaties in **automobieltoepassingen** in het eerste kwartaal werden tot op zekere hoogte ondersteund door klanten die hun voorraden verhoogden, omdat ze bang waren voor problemen met de toeleveringsketen. Dit **voorraadopbouwende effect zal in het tweede kwartaal wegvallen** en de onderliggende markt is aanzienlijk gedaald omdat veel OEM's (Original Equipment Manufacturer of producenten) de productie tijdelijk hebben stilgelegd. KBCS constateerde dat het management nog vrij gerust was in de vooruitzichten voor halfgeleidertoeepassingen op korte termijn.

Natriumcarbonaat

CEO Ilham Kadri herinnerde aan de **evenwichtige voetafdruk van de groep**, met ongeveer een derde van de omzet in Europa, Noord-Amerika en de overzeese markt. Ongeveer 75% van de volumes is afkomstig van natriumcarbonaat zelf, terwijl zo'n 25% afkomstig is van bicarbonaat, dat **eindmarkten zoals voeding, veevoeders en farmaceutica** bedient. Die bleken in het eerste kwartaal al veerkrachtig te zijn en dat zal naar schatting ook in de komende kwartalen zo blijven.

De volumes natriumcarbonaat voor de bouw- en automarkten zullen in de komende kwartalen dalen, maar belangrijk is dat ongeveer 80% van de natriumcarbonaatvolumes gedekt zijn door **contracten met jaarlijks vaste prijzen**. Die zullen in de komende kwartalen enige ondersteuning bieden, al is het nog te vroeg om te zeggen of er een neerwaarts risico bestaat voor de contracten voor 2021 (en hoe groot dat risico zou kunnen zijn). De eerder aangekondigde **capaciteitsuitbreiding** (brownfield) staat nog steeds op de agenda, hoewel de uitvoering van het project enige **vertraging** zal oplopen.

Olie- & gaschemicaliën

Sinds het begin van 2019 werkt Solvay hard aan de **herformulering van zijn productaanbod**, dat in totaal ongeveer **5% van de groepsomzet** uitmaakt. De groep probeert zo om de totale kosten voor zijn klanten te verlagen, terwijl het ook aan zijn kostenbasis is blijven werken. De onderliggende EBITDA-marge van de divisie Solutions is in het eerste kwartaal van 2020 gestegen van 17,2% naar 17,4%, ondanks de moeilijke marktomstandigheden. Dat toont aan dat de **inspanningen vruchten afwerpen**.

Balans en cash

De gemiddelde couponbetaling bedraagt momenteel ongeveer 3,6%, wat enigszins wordt beïnvloed door de 5,3%-coupon op de 1,8 miljard euro hybride obligaties. Solvay betaalde zo'n **0,6 miljard euro pensioenverplichtingen** terug, wat de pensioenkosten jaarlijks met 60 miljoen euro moet doen dalen. De **investeringen** worden in 2020 **met ongeveer 250 miljoen euro verminderd** en ongeveer 40% van de resterende capex is gericht op groeiprojecten. Het dividend is niet in steen gebeiteld, maar Solvay beschouwt zichzelf als een **betrouwbare dividendbetaler** (stabiel tot stijgend sinds 1982). Een schrapping of verlaging verwacht KBCS pas als de coronapandemie zou evolueren naar een langdurige economische depressie.

Strategie / portefeuilletransformatie

Ondanks de belangrijke transformatie van de portefeuille in het vorig decennium, merkte de CEO van Solvay op dat er “**geen heilige huisjes**” zijn. Het mandaat van de CEO is om **waarde te creëren** en het managementteam zal de nodige stappen ondernemen om dat op de best mogelijke manier te doen. KBCS gelooft dat de olie- en gaschemicaliën en misschien ook de kleinere Coatis-fenolactiviteiten in Latijns Amerika de schop op kunnen gaan, hoewel niet op korte termijn. Het management richt zich eerst op het **verbeteren van de winstgevendheid**, vooral in dit segment.

Solvay	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	10.629,0	11.047,0	11.403,0	10.891,0	11.299,0	11.227,0	10.177,9	10.637,2
REBITDA (milj.)	1.783,0	1.955,0	2.284,0	2.230,0	2.230,0	2.322,0	1.983,2	2.148,1
REBITDA marge	16,8%	17,7%	20,0%	20,5%	19,7%	20,7%	19,5%	20,2%
Netto resultaat (milj.)	80,0	406,0	620,0	1.060,0	857,0	119,0	614,3	686,6
P/E	17,7x	16,3x	16,5x	12,6x	17,4x	10,7x	14,9x	15,3x
EV/EBITDA	9,2x	11,3x	10,1x	9,4x	8,8x	7,7x	7,8x	7,1x
Koers/boekwaarde	1,5x	1,0x	1,2x	1,3x	1,1x	1,1x	0,9x	0,8x
Rendement op vrije cash flow	7,3%	1,4%	6,7%	10,7%	6,7%	6,1%	9,0%	6,7%
Dividendrendement (bruto)	3,0%	2,8%	3,0%	3,1%	3,4%	3,9%	4,8%	4,8%
Nettoschuld (€m)	778,0	4.379,0	4.355,0	3.145,0	2.606,0	3.586,0	1.947,8	1.796,1
Net debt/REBITDA	0,44x	2,24x	1,91x	1,41x	1,17x	1,54x	0,98x	0,84x
Omzet-groei	2,5%	3,9%	3,2%	-4,5%	3,7%	-0,6%	-9,3%	4,5%
REBITDA-groei	7,2%	9,6%	16,8%	-2,4%	0,0%	4,1%	-14,6%	8,3%
Netto winstgroei	-70,4%	407,5%	52,7%	71,0%	-19,2%	-86,1%	416,2%	11,8%

Bron: KBC Securities



Telenet: “Neerwaartse risico’s ingeprijsd”

Telenet	Advies	HOUDEN	Huidige koers	39,78 EUR
	Naam analist	Ruben Devos, CFA	Koersdoel	40 EUR
	ISIN code	BE0003826436	Opwaarts potentieel	0,6%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	2,13	3,94	3,52	3,65
% groei j/j	-4,1%	84,9%	-10,6%	3,7%
Koerswinst ratio	18,7x	10,1x	11,3x	10,9x
Bruto dividend (EUR)	1,87	2,15	2,10	2,39
% groei j/j	-64,7%	14,7%	-2,0%	13,6%
Dividendrendement (%)	4,7%	5,4%	5,3%	6,0%

KBC Securities heeft een neutraal “**Houden**”-advies voor de Telenet-aandelen, omdat de meeste **neerwaarts gerichte risico's** (zoals verlaagde tarieven voor wholesaletoeegang en het uitblijven van de overname van VOO) **correct** worden

ingeprijsd. Tegelijkertijd ziet analist Ruben Devos **weinig katalysatoren** om de koers hoger te duwen. Het netwerk van Telenet en de toenemende waardering van investeerders voor de infrastructuur van de volgende generatie zouden een belangrijk deel van de waardering moeten uitmaken, maar de concurrentierisico's en hogere netwerkuitgaven kunnen de winst drukken.

Covid-19

Telenet merkte de afgelopen maanden een negatieve invloed op de prepaid-activiteiten, de verkoop van telefoons, roaming, out-of-bundle en tv-reclame. Hoewel de **inkomsten daalden**, was Telenets gerelateerde **nettowinst relatief veerkrachtig**. Bij de publicatie van de resultaten over het eerste kwartaal vermeldde de groep dat Covid-19 een "**matig negatieve, maar toch tijdelijke invloed** zou hebben op zowel de omzet als de aangepaste EBITDA van ongeveer 2 procentpunten".

Voetbal

De lockdownmaatregelen en de annulering van sportevenementen zorgden ervoor dat een derde van de **Belgische voetbalcompetitie niet gespeeld** kon worden. Als mede-eigenaar van de **voetbalrechten** vroeg Telenet een **terugbetaling** voor het seizoen 2019/2020 en staat daarbij open voor verschillende oplossingen (onder meer verschillende vormen van betaling). KBCS schat dat er ongeveer **10 miljoen euro** op het spel staat.

V00

Volgens KBCS zou het Telenet-aandeel in beweging kunnen komen door een **doorbraak** in de **overname** van de Waalse kabeloperator **V00** door de Amerikaanse groep **Providence Equity**, die beleggers al sinds september 2019 in het achterhoofd hebben. Telenet heeft zich bij Orange Belgium aangesloten om de **verkoop van V00 aan te klagen**, omdat het **verkoopproces vragen oproept** over de oorspronkelijke aankoopprijs, de voorwaarden voor de winstdeling tussen het voormalige management en het gebrek aan concurrentie tussen de bidders.

Groothandelstarieven

De **CRC** publiceerde onlangs zijn eindbeslissing over de groothandelstoegangstarieven voor de kabelnetten van Telenet, Brut  l   en V00. De **prijzen voor internettoegang werden verlaagd** ten opzichte van de huidige prijzen, maar zullen **tussen 2020 en 2023 stijgen** door de **verwachte toename van het internetgebruik**. Telenet toonde zich tevreden met de prijsniveaus voor verschillende snelheden en volumes , omdat de **investeringen van de groep in betere en snellere netwerken gewaarborgd** worden. Dat wil ook zeggen dat het voor uitdagers (zoals Orange Belgium) moeilijker zal zijn om agressief te concurreren op prijs.

5G

Bij gebrek aan een **federale regering** die de **wetgeving** moet uitvaardigen, is er weinig reden om aan te nemen dat de **5G-spectrumveiling** vóór de tweede helft van 2021 zal plaatsvinden. Telenet volgt de ontwikkelingen in de hardwaretechnologiesector op de voet. Zo kunnen nieuwe, beperkende regelgeving voor grensoverschrijdende handel en een wijziging van de invoertarieven een belangrijke impact hebben op de investeringen in het netwerk. Telenet ziet meer mogelijkheden in de B2B-ruimte en verwacht een **langzame overgang** naar 5G.

Waardering

Het Telenet-management is zich bewust van de **waarde** die aan de **infrastructuur** wordt toegekend ten opzichte van de waarde van **klanten** en begrijpt de motivatie van de beleggers. De waarde van de infrastructuur van Telenet benadert bijna volledig de marktwaarde van het bedrijf en die **'mismatch'** wil het management aanpakken.

Telenet	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (milj.)	1.707,1	1.808,4	2.429,1	2.528,1	2.534,8	2.583,9	2.579,7	2.627,1
REBITDA (milj.)	900,0	943,8	1.117,1	1.209,9	1.324,1	1.375,4	1.385,0	1.409,0
REBITDA marge	52,7%	52,2%	46,0%	47,9%	52,2%	53,2%	53,7%	53,6%
Netto resultaat (milj.)	109,4	176,0	41,6	115,4	251,0	234,7	431,8	382,1
							20E	21E
P/E	46,6x	33,5x	99,7x	42,1x	20,3x	19,7x	9,8x	10,9x
EV/EBITDA	9,9x	10,2x	9,2x	10,0x	8,8x	8,0x	7,3x	7,2x
Koers/boekwaarde	-3,7x	-4,8x	-4,3x	-5,9x	-3,4x	-3,4x	-3,4x	-3,7x
Rendement op vrije cash flow	4,9%	4,9%	5,1%	3,2%	6,7%	9,2%	10,6%	10,2%
Dividendrendement (bruto)					11,0%	4,3%	5,5%	5,3%
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	3.544,4	3.516,6	4.682,6	4.784,8	5.576,9	5.631,6	5.472,3	5.547,5
Net debt/REBITDA	3,94x	3,73x	4,19x	3,95x	4,21x	4,09x	3,95x	3,94x
							20E	21E
Omzet-groei	4,0%	5,9%	34,3%	4,1%	0,3%	1,9%	-0,2%	1,8%
REBITDA-groei	6,8%	4,9%	18,4%	8,3%	9,4%	3,9%	0,7%	1,7%
Netto winstgroei	-5,9%	60,9%	-76,4%	177,4%	117,5%	-6,5%	84,0%	-11,5%

Bron: KBC Securities



TKH: "Sterkere en zwakkere eindjes"

TKH Group	Advies	KOPEN	Huidige koers	34,94 EUR
	Naam analist	Ruben Devos, CFA	Koersdoel	45 EUR
	ISIN code	NL0000852523	Opwaarts potentieel	28,8%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	2,72	1,55	2,22	2,75
% groei i/j	5,2%	-43,0%	43,3%	24,1%
Koerswinst ratio	12,9x	22,6x	15,7x	12,7x
Bruto dividend (EUR)	1,50	0,96	1,28	1,54
% groei i/j	7,1%	-36,2%	34,1%	20,2%
Dividendrendement (%)	4,3%	2,7%	3,7%	4,4%

Voor TKH tekenden CFO Elling de Lange en Investor Relations-directeur Erik Velderman present op de KBCS Benelux Conference. Nu de economie gestaag weer voet aan de grond krijgt en de angst voor een pandemie vervaagt, **dient het aandeel TKH volgens KBCS door investeerders opnieuw bekeken te worden**, vooral omdat het één van de achterblijvers is in de Benelux. Hoewel analist Ruben Devos voor sommige activiteiten (Parking, Airport Solutions, Bandenbouw) op korte tot middellange termijn moeilijkheden verwacht, is hij ervan overtuigd dat

het merendeel van de **technologische oplossingen van TKH sterk gepositioneerd blijven**. Het **“Kopen”-advies** en **45 euro koersdoel** blijven bij KBCS dan ook behouden.

Zwakkere eindjes

Het segment **Parking** werd door Covid-19 vrij stevig geraakt, vooral de **Noord-Amerikaanse activiteiten**. Als reactie daarop heeft TKH de **kosten aanzienlijk verlaagd**. Door het afnemende belang van de fysieke retail, de annulering van grote evenementen en de moeilijke omstandigheden op de luchthavens, denkt KBCS dat **veel parkeerprojecten zullen worden vertraagd of zelfs geannuleerd**.

In het segment **“Airport Solutions”** wordt de groep geconfronteerd met **cashflowproblemen** bij de **luchthavens**. TKH verwacht dat dit segment “een negatieve invloed zal hebben op de inkomsten in 2020”. Hoewel de toekomst er vandaag niet echt rooskleurig uit ziet, zijn luchthavens volgens het management **nog steeds geïnteresseerd** in de lichtoplossingen (CEDD/AGL) die onlangs geleverd werden aan Schiphol Amsterdam en Stansted in Londen.

Recente updates van de top 5 **bandenfabrikanten** zijn niet erg positief, want de meesten gaan fors **beknibbelen op de investeringen**. Toch zijn de Tier 2-bandenfabrikanten volgens TKH veerkrachtiger, omdat ze proberen te profiteren van de crisis en **terrein willen winnen** van de grote leveranciers. TKH verklaart in het eerste kwartaal van 2020 een **goede orderontvangst** te hebben gezien (tot net onder het niveau van het eerste kwartaal van 2019), waarvoor het al aanbetalingen heeft ontvangen. Gedurende enige tijd mochten de technici van TKH niet reizen, moesten ze in quarantaine gaan, of konden ze de fabriek van de klant niet betreden vanwege de lockdownbeperkingen. De **vraag** in de **robotica**, met name in de automobiellindustrie, blijft **zwak**.

Sterkere eindjes

Voor het segment **“Fibre Optics”** is er **goed nieuws**, onder meer voor de uitrol van Fiber-to-the-Home (/Business) wereldwijd. Sommige landen dringen nu meer aan op **investeringen in infrastructuur** en zien de vraag naar **bandbreedte** en **5G-technologie** toenemen. Op korte termijn kampt TKH met een aantal negatieve gevolgen, waarbij installaties en bouwwerkzaamheden worden vertraagd (door de lockdownmaatregelen).

De groep ziet wel een **aanzienlijke toename in het zorgsegment** (4% van de groepsomzet), dat intelligente oplossingen biedt op het gebied van observatie, beveiliging, visuele communicatie en video voor de ziekenhuis- en thuiszorg. Het management is van mening dat de prestaties in de komende kwartalen zullen verbeteren, aangezien het tweede kwartaal negatief werd beïnvloed door lockdownbeperkingen en personeel dat geen toegang heeft tot bejaardentehuizen.

In het segment “**Tunnel & Infra**” is de toenemende productie van **hernieuwbare energie** de drijvende kracht achter de investeringen in energiekabelsystemen. Daarnaast heeft TKH **een goed gevuld orderboek voor haar onderzeese kabelactiviteiten** in 2020, met wat restanten in 2021. De **winstgevendheid** zal daarom **aanzienlijk verbeteren** ten opzichte van 2019.

Het management liet zich ook optimistisch uit over het segment “**Machine Vision**”, gedreven door de **uitrol van 5G** en de groeiende **vraag naar inspectiegereedschappen / kwaliteitscontrole**. KBCS is van mening dat de fundamenteën in de sector zich snel zullen herstellen, omdat verwacht wordt dat bedrijven in hun zoektocht naar minder arbeidsintensieve processen de invoering van **fabrieksautomatisering** zullen **versnellen**.

TKH Group	14	15	16	17	18	19	20E	21E
Omzet (mil.)	1.345,7	1.375,2	1.341,0	1.484,8	1.630,8	1.489,6	1.332,2	1.435,9
REBITDA (mil.)	164,5	172,9	168,6	169,6	212,5	199,5	181,5	217,1
REBITDA marge	12,2%	12,6%	12,6%	11,4%	13,0%	13,4%	13,6%	15,1%
Netto resultaat (mil.)	92,3	86,2	85,7	81,3	108,6	50,5	65,0	93,2
							20E	21E
P/E	11,3x	14,0x	15,5x	20,9x	17,9x	18,6x	18,9x	14,1x
EV/EBITDA	7,0x	9,2x	9,7x	13,4x	11,7x	13,1x	9,7x	7,8x
Koers/boekwaarde	2,2x	2,7x	2,5x	3,4x	3,3x	2,8x	2,1x	2,0x
Rendement op vrije cash flow	5,8%	10,2%	3,9%	5,8%	4,0%	9,1%	7,7%	6,7%
Dividendrendement (bruto)	4,0%	3,3%	3,3%	2,5%	2,7%	3,2%	2,7%	3,6%
							20E	21E
Nettoschuld (€m)	172,8	170,4	177,4	157,0	325,9	394,9	291,5	231,5
Net debt/REBITDA	1,05x	0,99x	1,05x	0,93x	1,53x	1,98x	1,61x	1,07x
							20E	21E
Omzet-groei	12,3%	2,2%	-2,5%	10,7%	9,8%	-8,7%	-10,6%	7,8%
REBITDA-groei	46,8%	5,1%	-2,5%	0,6%	25,3%	-6,1%	-9,0%	19,6%
Netto winstgroei	207,0%	-6,6%	-0,5%	-5,1%	33,5%	-53,4%	28,7%	43,3%

Bron: KBC Securities

Noot: Bolero wijst er u op dat de in dit dossier vermelde koersdoelen en adviezen dateren van 10 juni 2020 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.