



Bolero

TOPIC

11 rotsvaste Benelux-aandelen in coronatijden

23 maart 2020

DOOR ANALISTEN VAN KBC SECURITIES ("COVID-19'S STOCK MARKET RESET"), VOOR U
SAMENGEVAT DOOR KBC SENIOR FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS & BOLERO
HEAD OF MARKETING SARAH DE PAUW



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.

In een uitgebreid rapport gingen de KBC Securities-analisten op zoek naar **het antwoord op 10 uiterst relevante vragen over de mogelijke impact van de coronacrisis op de Benelux-aandelen** die ze opvolgen. Op die manier willen ze de aandelenselectie voor u als belegger wat makkelijker maken. Met deze oefening hebben ze ook **11 Benelux-aandelen gespot die beleggers zullen helpen om de storm te doorstaan.**

Het resultaat werd gebundeld in dit lijvig dossier dat we u als Bolero-klant niet willen onthouden. Ontdek welke 11 Benelux-namen volgens onze analisten te sterk zijn afgestraft en vind de antwoorden op de 10 kernvragen die ze onderzochten, samengevat in verschillende tabellen.

Bolero wijst er u op dat de koersdoelen en adviezen die in dit document worden vermeld, dateren van 23 maart 2020 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie op het moment dat u deze publicatie leest gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.

Ongekend terrein

De snelle verspreiding van het corona of COVID-19 virus over de hele wereld heeft geleid tot **een extreme wereldwijde verkoop op de beurs** en een hoge mate van volatiliteit. Het heeft een einde gemaakt aan een historisch lange stierenloop, omdat beleggers door de groeiende onzekerheid in een risk-off modus zijn terechtgekomen. KBC Securities verwacht dat dit sentiment de komende weken zal voortduren, ondanks de agressieve versoepeling van het monetaire en fiscale beleid. Hoewel er op dit moment nog veel onzekerheden zijn, omdat landen en regio's in lockdown zijn, zijn we op onbekend terrein gekomen en is **de uitkomst van al deze maatregelen** op het toekomstige economische en politieke landschap **zeer moeilijk te voorspellen**. Vergelijkingen met de gevolgen van de financiële crisis zijn interessant, maar verre van perfect.

10 belangrijke vragen

Tegen die achtergrond namen de KBC Securities-analisten 10 belangrijke vragen onder de loep over **de mogelijke impact op de bedrijven binnen het KBCS-universum** en werd er geprobeerd om antwoorden te geven die een aandelenselectie wat makkelijker zouden moeten maken. De visie van de research teams op hoe blootgesteld aandelen zijn, zou moeten helpen om te onderscheiden **welke aandelen te hard of misschien niet hard genoeg worden geraakt**. Andere punten die ze hebben geanalyseerd zijn:

1. Wat is het vermogen van de bedrijven om **hun kostenbasis snel aan te passen** en te bezuinigen op de kapitaaluitgaven?
2. Welke bedrijven mogelijk moeten stoppen of de **dividenduitkeringen** moeten verminderen?
3. Welke bedrijven hebben binnenkort een **schuldterugbetalingsronde**?

Bemoedigend is alvast dat veel fabrieken in China alweer aan het herstarten zijn. De eindvraag op het westelijk halfrond is nu echter de nieuwe belangrijkste onzekerheidsfactor geworden. In de komende weken of maanden moet duidelijker worden wat de gevolgen zijn van de fall-out van COVID-19 voor de wereldeconomie. Zodra de uitverkoop op de financiële markten eindigt en er stabilisatie komt, zou de focus van beleggers moeten verschuiven naar **het vinden van waarde, aangezien de waarderingen aanzienlijk zijn gedaald en een verkeerde prijszetting opportuniteiten biedt**. Vragen die eveneens bekeken werden (voor de antwoorden - zie later in dit dossier):

1. Welke bedrijven presteerden **het best/slechtst in de laatste financiële crisis**?
2. Welk bedrijf heeft **de gezondste/minst gezonde balans**?
3. Welk bedrijf heeft de **vroegste volgende herfinancieringsdatum**?
4. Welk bedrijf is het **meest/minst blootgesteld aan Covid-19**?
5. Welk bedrijf profiteert van/lijdt onder de **lage oliepijs**?
6. Welk bedrijf is blootgesteld aan **lage rentevoeten**?
7. Welk bedrijf heeft **de meest veerkrachtige omzet**?
8. Welk bedrijf loopt **het grootste risico om het dividend** te verlagen?
9. Welk bedrijf heeft de mogelijkheid om **investeringen aanzienlijk uit te stellen**?
10. Welk bedrijf heeft het grootste aandeel in **variabele kosten**?

11 te sterk afgestrafte Benelux-aandelen

Op basis van de antwoorden op die vragen hebben de KBC Securities-analisten 11 Benelux-bedrijven geïdentificeerd die goed geplaatst zijn om de coronastorm te doorstaan: **AB Inbev, ASMI, Barco, Basic-Fit, D'ieteren, GrandVision, HAL, Kinepolis, Orange Belgium, UCB en WDP**. Waarom? Dat leest u hieronder.



AB Inbev

AB InBev	Advies	KOPEN	Huidige koers	34,55 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	90 EUR
	ISIN code	BE0974293251	Opwaarts potentieel	160,5%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (USD)	4,63	3,51	4,58	5,08
% groei j/j	109,6%	-24,3%	30,6%	10,8%
Koerswinst ratio	8,3x	11,0x	8,4x	7,6x
Bruto dividend (EUR)	1,80	1,80	1,80	1,89
% groei j/j	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%
Dividendrendement (%)	5,2%	5,2%	5,2%	5,5%

De aandelen van AB InBev zijn **fors gedaald**, door een combinatie van zwakker dan verwachte vierdekwartaalresultaten (voornamelijk beïnvloed door een hoger dan verwachte COGS-inflatie) en **zorgen over de vooruitzichten en de balans voor 2020**. Ten tijde van de resultaten zei AB InBev dat de negatieve COVID-19 impact op de EBITDA van hun Chinese activiteiten geschat werd op ongeveer 170 miljoen dollar in de eerste twee maanden van 2020.

Nu COVID-19 zich wereldwijd verder verspreidde, is KBC Securities van mening dat investeerders zich realiseerden dat de vooruitzichten voor 2020 (2 à 5% organische EBITDA-groei) té ambitieus zijn. KBC Securities verwacht nu dat **de EBITDA in 2020 met ongeveer 10% kan dalen**, wat betekent dat de nettoschuld/EBITDA eind 2020 op 4,4x zou kunnen landen. Ondanks de optisch hoge leverage ziet KBC Securities **geen reden voor balansrisico's**, aangezien de beschikbare 16 miljard dollar aan liquiditeit voldoende moet zijn om alle komende schuldlooptijden tot 2024 te compenseren.

Met een notering aan ongeveer 11x K/W en een rendement op vrije cash flow van 9% (beide voor 2021) adviseert KBCS om **de kortetermijnonzekerheid te gebruiken om posities te versterken**. KBC Securities blijft AB Inbev waarderen voor haar leidende positie in de wereldwijde biermarkt, met een aanzienlijk groeipotentieel op lange termijn door een combinatie van premiumisering (winst per hectoliter ongeveer twee keer zoveel als gangbare bieren) en een aanzienlijke blootstelling in opkomende markten (ongeveer 70% van het groepstotaal).



ASM International

ASM International	Advies	KOPEN	Huidige koers	75,36 EUR
	Naam analist	Marcel Achterberg	Koersdoel	140 EUR
	ISIN code	NL0000334118	Opwaarts potentieel	85,8%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	3,72	5,90	6,96	7,64
% groei j/j	15,1%	58,7%	17,9%	9,7%
Koerswinst ratio	20,3x	12,8x	10,8x	9,9x
Bruto dividend (EUR)	3,00	1,80	2,00	2,20
% groei j/j	200,0%	-40,0%	11,1%	10,0%
Dividendrendement (%)	4,0%	2,4%	2,7%	2,9%

ASMI is **een van de favoriete aandelen van KBC Securities** in de huidige omgeving, ook al kunnen sommige verzendingen worden uitgesteld van het eerste naar het tweede of derde kwartaal door de gecompliceerde wereldwijde logistieke situatie. De sub 10-nm investeringsplannen van de gieterij en de logic klanten voor 2020 blijven bestaan, gedreven door **een sterke vraag naar toepassingen zoals 5G, cloud/ datacenters, hyperscaling, elektrische voertuigen en AI**. De investeringen in geheugen zullen naar verwachting ook een impuls geven aan de winst in de tweede jaarhelft, hoewel een deel ervan kan verschuiven naar 2021, waardoor dat ook een groeijaar wordt.

Ondertussen zijn de investeringen in China van strategisch belang en zullen die de rest van het jaar waarschijnlijk niet worden uitgesteld. De ALD-technologie van ASMI zou het bedrijf in staat moeten stellen om zijn aandeel in de portefeuille van klanten in 2020 verder te laten groeien en zo beter te presteren dan de markt voor apparatuur.

De aandelen van ASMI zijn sinds het begin van de verkoopgolf **door de corona-uitbraak met ongeveer 40% gedaald**. Dat is veel meer dan bijvoorbeeld ASML, dat met 22% is gedaald, terwijl beide bedrijven aan dezelfde groeitrends van de vraag

zijn blootgesteld. De daling reduceerde de toekomstige EV/EBIT multiple van ongeveer 13x naar slechts 6 à 7x. Volgens KBC Securities garandeert het sterke groei- en winstprofiel van ASMI **op middellange termijn een multiple tussen de 10x en 20x**.



Barco

Barco	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	129,4 EUR
	Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	265 EUR
	ISIN code	BE0003790079	Opwaarts potentieel	104,8%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	7,60	9,30	10,84	12,86
% groei j/f	26,0%	22,4%	16,5%	18,7%
Koerswinst ratio	17,0x	13,9x	11,9x	10,1x
Bruto dividend (EUR)	2,65	2,85	3,06	3,29
% groei j/f	15,2%	7,5%	7,5%	7,5%
Dividendrendement (%)	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%

Barco heeft een **nettokaspositie van 250 miljoen euro**. In Entertainment zullen ze hard getroffen worden (klanten zijn collega's van Kinopolis en bv. verhuurbedrijven voor grote evenementen zoals Eurovisie Songfestival die de capex tot bijna nul zullen reduceren), maar een deel van hun omzet is ook te vinden in het Healthcare-segment (waar KBC Securities de komende jaren geen lagere investeringen verwacht).

Hoewel de traditionele Clickshare-verkoop zal worden beïnvloed omdat er geen kantoren open zijn, **groeit het bewustzijn van de voordelen van Conferencing systemen** (kijk naar de koers van het aandeel Zoom in de afgelopen maand).



Basic-Fit

Basic-Fit	Advies	KOPEN	Huidige koers	17,24 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	35 EUR
	ISIN code	NL0011872650	Opwaarts potentieel	103,0%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0,04	0,36	0,80	1,41
% groei j/f	-87,9%	832,2%	119,0%	76,8%
Koerswinst ratio	441,5x	47,4x	21,6x	12,2x
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
% groei j/f	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Basic-Fit heeft een uniek bedrijfsmodel dat het mogelijk heeft gemaakt om snel te groeien door marktaandeel te winnen. Zodra de situatie tot rust komt en de zichtbaarheid verbetert, denkt KBC Securities dat **het bedrijf het tempo opnieuw zal opvoeren**. Terwijl de operationele schuldenafbouw begint, kan Basic-Fit de gevolgen ervan verzachten door capex uit te stellen en kosten te verminderen (minder onderhoud, minder elektriciteit...), maar ook dankzij de steun van de lokale overheden (om de kosten van de werknemers te compenseren).

Dat zal resulteren in **margebescherming en behoud van de liquiditeit**. Naast de

accordeonfaciliteit van 150 miljoen euro (waarover momenteel wordt onderhandeld met de banken) is KBC Securities ervan overtuigd dat het bedrijf voldoende flexibiliteit heeft. Nu de koers van het aandeel met 60% gedaald is, is dit volgens KBC Securities **een interessant koersniveau om in te stappen.**



D'Ieteren

D'Ieteren	Advies	KOPEN	Huidige koers	44,85 EUR
	Naam analist	Cédric Duinslaeger	Koersdoel	65 EUR
	ISIN code	BE0974259880	Opwaarts potentieel	44,9%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	2,94	3,65	3,83	6,98
% groei j/j	-86,1%	23,9%	5,1%	82,2%
Koerswinst ratio	15,2x	12,3x	11,7x	6,4x
Bruto dividend (EUR)	1,10	1,21	1,33	1,75
% groei j/j	10,0%	10,0%	10,0%	31,4%
Dividendrendement (%)	2,5%	2,7%	3,0%	3,9%

De koers van het aandeel D'Ieteren heeft **een overreactie gekend in vergelijking met de werkelijke economische blootstelling van D'Ieteren aan het coronavirus.** Met een nettocashpositie van ruim 1,4 miljard euro bestaat D'Ieteren voor ongeveer 50% uit liquide middelen. De 40% daling van het aandeel impliceert dat de markt gelooft dat D'Ieterens aandeel in Belron, Auto en Moleskine 80% in waarde is gedaald, ter waarde van 3,5x zijn vrije kasstroom (FCF). Als KBC Securities ervan uitgaat dat de corona/lockdownmaatregelen een heel kwart van de activiteiten wegnemen, zou dat een eenmalig casheffect van 80-150 miljoen euro of 3,5-6,5% van de huidige waardering van D'Ieteren hebben.

Daarnaast is het belangrijk op te merken dat D'Ieteren Auto (de autoverkoop is per definitie recessiegevoelig) in meer dan 20 jaar geen verlies heeft geleden. Tot slot biedt de hoge nettocashpositie zekerheid, waarbij **de huidige lage waarderingen zelfs mogelijk investeringsopportuniteiten creëren.**



GrandVision

GrandVision	Advies	HOUDEN	Huidige koers	22,08 EUR
	Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	28 EUR
	ISIN code	NL0010937066	Opwaarts potentieel	26,8%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	1,01	1,12	1,28	#N/B
% groei j/j	7,6%	10,8%	14,7%	#N/B
Koerswinst ratio	21,9x	19,8x	17,3x	#N/B
Bruto dividend (EUR)	0,30	0,33	0,36	-
% groei j/j	-20,8%	7,8%	11,4%	-
Dividendrendement (%)	1,4%	1,5%	1,6%	-

Het bedrijf zal worden getroffen door de huidige COVID-19-crisis omdat **veel zeer winstgevend winkels** gedurende enkele weken of maanden zullen worden **gesloten**. Dat gezegd zijnde, berekent GrandVision dat een omzetzdaling van 30-60% voor een periode van 6 maanden niet zal leiden tot een nettoschuld die hoger is dan de drempel van 993 miljoen euro voor de overname door EssilorLuxottica. KBC



Securities is ervan overtuigd dat **de overnamedeal doorgaat en vindt de reactie op de aandelenkoers dan ook overdreven**. Ze beschouwen GrandVision als een goede investering in deze uiterst volatiele markten.

HAL Trust

De Europese Commissie heeft verklaard dat zij het onderzoek naar de overname van GrandVision door EssilorLuxottica zal opschorten. Dat heeft ertoe geleid dat de **koers van GrandVision 35% onder de overnamewaarde is gedaald** en geeft aan dat investeerders vrezen voor een no deal. GrandVision blijft echter EssilorLuxottica steunen met het gezamenlijke doel om binnen 12 tot 24 maanden goedkeuring te verkrijgen. GrandVision heeft ook aangekondigd dat het niet gelooft dat het COVID-19 virus de transactie zal beïnvloeden. Ook EssilorLuxottica bevestigde dat beide partijen zich sterk inzetten voor de deal en de beslissing om het onderzoek tijdelijk te stoppen puur technisch is.

KBC Securities blijft erop vertrouwen dat de deal doorgaat. Dat zou resulteren in **een kassaldo voor de holding Hal van 7,0 miljard euro** ten opzichte van een marktkapitalisatie van 8,1 miljard euro. **Vopak** (22% NAV) profiteert ook van de lage olieprijs en is minder cyclisch door de langetermijncontracten. Een voortzetting van de deal zou Hal **bij het huidige koersniveau tot een mooie aankoopopportunity maken**.



Kinopolis

Kinopolis	Advies	KOPEN	Huidige koers	29,1 EUR
	Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	66 EUR
	ISIN code	BE0974274061	Opwaarts potentieel	126,8%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	2,02	2,09	3,12	3,44
% groei j/j	14,8%	3,4%	49,4%	10,2%
Koerswinst ratio	14,4x	13,9x	9,3x	8,5x
Bruto dividend (EUR)	0,00	1,04	1,56	1,72
% groei j/j	-	-	49,4%	10,2%
Dividendrendement (%)	0,0%	3,6%	5,4%	5,9%

Meer dan 70% (en met de metingen van de verschillende overheden nog dichter bij 80%) van de kosten tussen omzet en EBITDA zijn variabel bij Kinopolis. Na het negatieve effect op het werkkapitaal (Kinopolis moet de rekeningen betalen voor bijvoorbeeld kaartjes voor filmproducenten en In-Theatre-Sales die in de weken voor de corona-uitbraak werden verbruikt) heeft Kinopolis **120 miljoen euro cash** op de bank staan met een maandelijkse cash burn van 6 tot 10 miljoen euro. De **schuldlooptijd is erg lang** (gemiddeld meer dan 6 jaar) en de eerste schuldaflossing (61 miljoen euro) is voorzien in 2022.



Orange Belgium

Orange Belgium	Advies	KOPEN	Huidige koers	14,12 EUR
	Naam analist	Ruben Devos, CFA	Koersdoel	27 EUR
	ISIN code	BE0003735496	Opwaarts potentieel	91,2%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0,57	1,01	1,36	1,71
% groei i/j	5,0%	78,4%	34,8%	25,0%
Koerswinst ratio	24,9x	14,0x	10,4x	8,3x
Bruto dividend (EUR)	0,60	0,70	0,80	0,90
% groei i/j	20,0%	16,7%	14,3%	12,5%
Dividendrendement (%)	4,2%	5,0%	5,7%	6,4%

KBC Securities prijst **de defensieve kwaliteiten van de telecomsector**, waaronder een superieur dividendrendement, een hoog inkomstenmodel op basis van abonnementen, een lage volatiliteit en de verkoop van niet-discretionaire producten. In tijden van sociale distancing maken de werknemers kennis met thuiswerk en gebruiken de huishoudens in-house entertainment. KBC Securities meent dat dat hen ertoe aan zal zetten om het gebruik van hun telecompakket te heroverwegen, wat kan leiden tot upsellmogelijkheden in de toekomst. **Tijdens recessies en berenmarkten hebben telecommunicatiebedrijven hun waarde bewezen** en KBC Securities vindt dat dit deze keer niet anders hoeft te zijn.

Orange Belgium heeft **een gezonde balans, weinig schulden, en een solide cash generatie**. Het bedrijf heeft een relatief hoog operationeel hefboomeffect dat een impact kan hebben op het bedrijf wanneer de omzet daalt (d.w.z. lagere out-of-bundle inkomsten, prepaid, roaming). KBC Securities verwacht echter geen grote schommeling in de omzet, zodat het risico beperkt is.



UCB

UCB	Advies	KOPEN	Huidige koers	69,04 EUR
	Naam analist	Sandra Cauwenberghs, PI	Koersdoel	97 EUR
	ISIN code	BE0003739530	Opwaarts potentieel	40,5%
	<u>2019A</u>	<u>2020E</u>	<u>2021E</u>	<u>2022E</u>
Winst per aandeel (EUR)	4,29	4,37	5,53	6,02
% groei i/j	1,2%	1,9%	26,6%	8,8%
Koerswinst ratio	16,1x	15,8x	12,5x	11,5x
Bruto dividend (EUR)	1,22	1,24	1,27	1,30
% groei i/j	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dividendrendement (%)	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%

Met sterke prestaties op 2 kernproducten Cimzia en Vimpat, de aanzienlijke vooruitgang bij Evenity dat de wereldwijde markten in 2019 betrad en Bimekizumab dat klaar is voor indiening medio 2020 (voor psoriasis), is KBC Securities van mening dat **UCB vrij goed beschermd is tegen een economische terugval door de corona-uitbraak in de komende 2 jaar**. De omzetverwachting voor 2020 is vastgesteld op 5,05-5,15 miljard euro.

Een kleine waarschuwing echter voor de visie op langere termijn (2023 en verder), waar de omzetgroei kan worden beïnvloed door vertragingen in de lancering van

extra producten bij andere indicaties door vertragingen bij klinische proeven door corona (bijvoorbeeld Bimekizumab in Psoriatische artritis), producten in het eindstadium die het laten afweten (bijvoorbeeld de recente tegenslag bij Padsevonil).

Dat kan echter in de toekomst worden tegengegaan door synergetische overnames. Over het algemeen ziet KBC Securities **sterke managementprestaties om het bedrijf te beschermen tegen aankomende tegenwind in de sector** (corona, patentklippen, prijsdruk, ...). KBC Securities herhaalt het "Kopen"-advies en koersdoel van 97 euro door het defensieve karakter van het aandeel.



WDP

WDP	Advies	KOPEN	Huidige koers	18,63 EUR
	Naam analist	Joachim Vansanten	Koersdoel	30 EUR
	ISIN code	BE0974349814	Opwaarts potentieel	61,0%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	0,92	1,04	1,16	1,27
% groei i/j	6,8%	13,6%	11,0%	10,2%
Koerswinst ratio	20,3x	17,9x	16,1x	14,6x
Bruto dividend (EUR)	0,74	0,83	0,92	1,02
% groei i/j	8,3%	12,1%	11,0%	10,2%
Dividendrendement (%)	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%

Op lange termijn **blijven de fundamenten van de logistieke sector onveranderd**. Ondertussen kan WDP rekenen op recurrente huurinkomsten uit een gediversifieerde portefeuille. Het bedrijf is bovendien goed gekapitaliseerd met een LTV-ratio (schuldgraad) van 46%, die naar verwachting het komende jaar onder de 49% zal blijven (ruim onder het niveau van het covenant van 60%). Als KBC Securities alle toekomstige groeiverwachtingen zou weglaten, zou de LTV onder de 46% blijven. KBC Securities **voorziet dan ook niet dat WDP de komende twee jaar weer op de markt moet komen**. In termen van waardering zou het wegvallen van alle toekomstige groeiverwachtingen de fair value van WDP met slechts 10,4% verlagen van 30,9 euro per aandeel naar € 27,7 euro.

Het antwoord op 10 relevante beleggersvragen volgens onze analisten:

1. Welk Benelux-bedrijf presteerde het best/slechtst tijdens een financiële crisis?

De KBC Securities-analisten gingen de prestaties na van hun opgevolgde Benelux-bedrijven tijdens de vorige financiële crisis van 2007-2009, omdat ze denken dat er een aantal interessante lessen uit kunnen worden geleerd. In hun universum concluderen ze dat **ongeveer 80% van de aandelen zich tussen 2007 en vandaag heeft hersteld tot het niveau van voor de crisis**. De bedrijven die zich niet herstelden, bevonden zich voornamelijk in de volgende sectoren: de financiële sector (nooit

volledig hersteld van de financiële crisis), de telcobedrijven (omdat de onderliggende sector is veranderd) en de kleine industriële bedrijven. Interessant is dat **de tijd om te herstellen** voor de 135 namen die onder hun coverage vallen **5,4 jaar bedroeg**, veel sneller dan bijvoorbeeld de 7,8 jaar die nodig was vooraleer de Eurostoxx 600 terug op hetzelfde peil als voor de crisis stond.

In onderstaande tabel geven we de bedrijven aan die het snelst en het langzaamst herstelden.

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	KONINKLUKE 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	KONINKLUKE 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

Als ze nu de relatieve prestaties van hun coverage sinds begin dit jaar (YTD) bekijken en die vergelijken met de relatieve prestaties tijdens de laatste financiële crisis, dan lijkt het erop dat sommige aandelen te veel afgestraft zijn (bullish indicator) en andere nog steeds dieper kunnen gaan (bearish indicator).

BULLISH & BEARISH INDICATOR

Bullish indicator	Bearish indicator
AKKA TECHNOLOGIES	ROULARTA MEDIA GROUP NV
FLORDIENNE	CRESCENT
FLUGRO 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. Welke bedrijven hebben de meest gezonde balans?

De KBC Securities-analisten selecteerden een aantal relevante metrics om de gezondheid van de bedrijfsbalansen te evalueren.

Ze namen in overweging:

- **Nettoschuld of nettocash:** bedrijven met een nettocashpositie zijn beter uitgerust om uitdagende marktomstandigheden te doorstaan.
- **Schuldenhefboom:** bedrijven met een hefboom van meer dan 3,0x zijn kwetsbaarder dan andere bedrijven, omdat er weinig ruimte is om externe schokken op te vangen.
- **Cash at hand :** in tijden van onzekerheid is beschikbare cash belangrijk om de nodige flexibiliteit te bieden
- **Solvabiliteit:** bedrijven met een solide eigen vermogen zijn beter uitgerust om de storm te doorstaan.

In hun coverage keken ze naar de bedrijven met een netto kaspositie, een negatieve nettoschuld en een solvabiliteitsratio > 30%. Ze rangschikten de bedrijven in functie van het belang van de liquide middelen op hun balans.

Meest gezonde bedrijven in hun coverage:

Deze bedrijven bevinden zich in een **comfortabele balanspositie**, omdat ze goed gekapitaliseerd zijn en **directe toegang hebben tot cash**, wat zeker zal helpen om te overleven in de huidige omgeving.

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	-5.63	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	-2.66	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

Meest riskante bedrijven in hun coverage:

Aan de andere kant keken ze naar bedrijven met een meer risicovol balansprofiel. Ze selecteerden bedrijven met een nettoschuldpositie, een hefboomwerking >2,5x en een solvabiliteitsratio van minder dan 30%. **Deze bedrijven zijn risicovol gezien hun hoge schuldenlast en lage kassaldo.** Voor sommige onder hen, zoals bijvoorbeeld Fluxys en Elia, is dit niet erg zorgwekkend volgens hen. Andere zullen zich moeten aanpassen om de liquide middelen te beschermen als de huidige omstandigheden langer aanhouden. Zij zouden maatregelen kunnen overwegen zoals het stopzetten van dividenduitkeringen, het uitstellen van capex of zelfs het anticiperen op het aangaan van gesprekken met hun banken.

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. Welk bedrijf heeft het eerst een volgende herfinancieringsdatum?

De analisten bekeken in hun coverage ook de bedrijven met de meest dringende herfinancieringsbehoeften, aangezien toegang tot financiering op korte termijn mogelijk wordt beperkt gezien de huidige onrust op de financiële markten. Deze vraag moet natuurlijk samen met de vorige bekeken worden. Echter, momenteel zien ze geen grote kortetermijnproblemen voor de bedrijven in hun coverage. Bedrijven hebben doorgaans een goede diversificatiestrategie wat betreft financieringsbronnen en looptijden. **Beter Bed** bevindt zich in een meer delicate positie, omdat het voor deze zomer overeenstemming moet hebben bereikt met de banken.

Volgende Benelux-bedrijven hebben in 2020 herfinancieringsdata:

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

4. Welke bedrijven zullen het meest/minst impact van het coronavirus ondervinden?

De analisten maakten een kwalitatieve beoordeling van de bedrijven die volgens hen het meest en minst geïmpacteerd zijn door het coronavirus.

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	Qrf Ciry retail
Cofinimmo	Resilux
Colruyt	Retail Estates
Corbion	Smartphoto group
Crescent	Telenet
Deceuninck	Ter Beke
D'leteren	Tessengerlo
Elia	Texaf
Floridienne	Tubize
ForFarmers Group	UCB
Galapagos	VGP
Home invest	WDP
Immobel	Wolters Kluwer

Source: KBC Securities

5. Welke bedrijven profiteren of zien af van de lage olieprijsen?

Omdat het COVID-19 virus een bedreiging vormde voor de (Chinese) economie, waren de olieprijsen al gedaald van de lage 60 dollar/vat eind 2019 naar minder dan 50 dollar/vat begin maart. In reactie hierop werd op de OPEC-vergadering begin maart aanvankelijk een verlaging van 1,5 miljoen vaten per dag voorgesteld (tegenover een analistenconsensus van 1,0 miljoen vaten per dag), waarmee Rusland niet akkoord ging. Dat maakte Saoedi-Arabië duidelijk boos en het kondigde in een reactie aan zijn capaciteit te verhogen en de markt te overspoelen met afgeprijsde olie, waardoor de rest van de wereld vast komt te zitten in **een oliespel tussen Rusland en Saoedi-Arabië**.

Volgende Benelux-bedrijven profiteren van lage olie:

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

Volgende Benelux-bedrijven zien af:

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

6. Welke bedrijven profiteren of zien af van lage interesten?

Lage rentetarieven zijn over het algemeen gunstig voor alle ondernemingen, omdat zij lagere bedragen voor hun schuld moeten betalen. De Benelux-bedrijven binnen hun coverage die wel wat tegenwind krijgen door lage rentes of langer dan eerst voorziene lage rentes zijn:

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

7. Welke bedrijven hebben de meest veerkrachtige/sterke toplijn?

In deze volatiele tijden maakten de analisten van KBC Securities een inschatting van de bedrijven met de meest veerkrachtige toplijnen. Ook hier zijn ze begonnen met een eigen analyse van **hoe solide de toplijnen zijn** (zijn er bijvoorbeeld abonnementsformules, een sterke en veerkrachtige vraag, off- take overeenkomsten...). Vervolgens hebben ze dat vergeleken met de bevindingen van de financiële crisis van 2007-2009, ook al is de vergelijking niet 100% relevant omdat deze crisis anders is.

Binnen hun coverage vonden de analisten **17 bedrijven die een solide toplijn hebben én in de vorige financiële crisis nog positieve omzetgroei lieten optekenen**.

De namen zijn: Adyen, Befimmo, Bpost, CP Invest, Cofinimmo, Colruyt, Econocom, Elia, Fagron, Home Invest, IBA, Lotus Bakeries, Montea, RELX, Retail Estates, Telenet, Vopak en WDP.

8. Bij welke bedrijven is het het meest waarschijnlijk dat ze het dividend schrappen?

In een periode die gekenmerkt wordt door een enorme onzekerheid, denken de KBC Securities-analisten dat **bedrijven zullen focussen om meer cash geld in het bedrijf te houden**. Net zoals bv. Van de Velde of Kinopolis, zouden sommige andere kunnen beslissen om **hun dividenduitkering te verminderen of zelfs bestaande aandeleninkoopprogramma's stop te zetten**. Ze namen hun coverage onder de loep om te peilen welke dividenduitbetalende bedrijven risico's lopen. Wanneer de situatie zich weer normaliseert, gaan ze ervan uit dat deze bedrijven opnieuw dividend zullen uitkeren. De onderstaande tabel hergroepeert alleen de bedrijven waar ze een risico zien om het dividend te verlagen. Voor de andere bedrijven verwachten ze geen bezuiniging of betalen ze vandaag al geen dividend uit.

AB Inbev	Niet waarschijnlijk, maar ook niet uitgesloten
AEGON	Geen probleem voor 2019, maar mogelijk dividendschraping over 2020 als de VS in een diepe recessie komt
Akka Technologies	Zou overwogen kunnen worden
BE Semiconductor Industries	Waarschijnlijk, aangezien ze het ook al in verleden deden
Bekaert	Zou overwogen kunnen worden
Bois Sauvage	Hangt af van de onderliggende dividenden die ze ontvangen
Brederode	Hangt af van de onderliggende dividenden die ze ontvangen
Brunel International	
CFE	
Deceuninck	Bevestigd tijdens Interview De Tijd
Econocom Group	29 miljoen aan dividend wordt mogelijk geschrapt
Euronext	110 miljoen aan dividend wordt mogelijk geschrapt
EVS Broadcast Equipment	EVS heeft een sterke balans en daarom denkt KBC Securities dat momenteel de 1 euro dividend niet in gevaar is. EVS is momenteel ook nog altijd bezig eigen aandelen aan het inkopen
Fagron	Dividend van 0,12 euro per aandeel is maar een klein deel van de cashflow en dus niet waarschijnlijk bij een beperkte impact
Heineken Holding	Hangt af van het dividend van Heineken
Lucas Bols	
Melexis	Ze deden dat ook in 2009
Ontex	
Proximus	Mogelijk in kader van veranderingen in de investeringen voor de uitrol van het glasvezelnetwerk
Randstad	
Roularta	Het bedrijf heeft niet echt een dividendpolitiek. Hoewel Roularta een nettocashpositie heeft van 96 miljoen euro, denkt KBC Securities dat ze mogelijk hun dividend verlagen als voorafname op de impact van een economische recessie.

RTL Group	RTL betaalt ten minste 80% uit van het gecorrigeerde netto jaarresultaat. Dat jaarresultaat zou in een recessie beïnvloed kunnen worden. Gezien de rotsvaste balans en de uitstekende kasstroomgeneratie, is KBC Securities van mening dat het bedrijf een uitzondering op de regel zou kunnen maken.
Sioen	Sioen heeft haar dividendbetalingen sinds 2009 gestaag opgevoerd. Gezien de gevoeligheid van het bedrijf voor de economische cyclus en de grotere operationele en financiële hefboomwerking, denkt KBC Securities echter dat de onderneming haar liquide middelen eerder zal willen behouden en dividend zou kunnen verlagen.
Sligro Food	
Telenet	Telenet wil een hefboomwerking tussen 3,5x en 4,5x handhaven, liefst nog ergens tussenin. Als de voorspelbaarheid van het bedrijf verandert en/of de operationele winst afneemt, gelooft KBC Securities dat het bedrijf zijn dividend zou kunnen verlagen om binnen die bandbreedte te blijven. Ze betwijfelen echter dat de telecomsector veel te lijden zal hebben onder een recessiescenario.
TKH Group	Het dividend van TKH is gewoonlijk gekoppeld aan de gecorrigeerde nettowinst, hoewel het bedrijf er af en toe voor kan kiezen om van zijn beleid af te wijken. Gezien de gevoeligheid van het bedrijf voor de economische cyclus, denkt KBC Securities dat het bedrijf de liquide middelen liever zou kunnen behouden en het dividend verlagen.
Tubize Financiere	Hangt af van dividend van UCB
Umicore	Niet onwaarschijnlijk, maar ook niet uitgesloten

9. Welke bedrijven kunnen capexinvesteringen uitstellen?

KBC Securities gelooft dat **bijna de helft van de bedrijven die ze opvolgen, hun capex kunnen uitstellen tot een later moment**. Voor sommige van hen zal dat echter een materiële impact hebben op hun groeiprofiel.

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%
Basic-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-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.
IBA	Yes	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.
Invest 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 5-6% of sales. Company is in the position to adjust investment spend in line with business
Resilux	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%
Sigro 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 5-6% 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. Welke bedrijven hebben het grootste aandeel aan variabele kosten?

Deze vraag hebben de analisten vanuit twee invalshoeken benaderd. Enerzijds hebben ze **het aandeel van de variabele kosten** geëvalueerd. Bepaalde bedrijven binnen hun coverage hebben een een zeer hoge vaste kostenbasis en slechts beperkte variabele kosten. Deze bedrijven zijn: Adyen, Arcadis, Euronext, Flow Traders en X-Fab.

Voor 50% van de door hen opgevolgde bedrijven maken de variabele kosten 60-80% van de kostenbasis uit. Terwijl nog eens 25-30% van de bedrijven variabele kosten tussen de 30-60% heeft.

Een andere manier waarop ze de vraag bekeken, is de **correlatie tussen EBIT en omzet tijdens de laatste financiële crisis**. De bedrijven met de hoogste ratio, hebben een hoger aandeel van de vaste kosten en kennen dus een hogere operationele hefboomwerking. Deze bedrijven zullen het hardst getroffen worden bij een scherpe en abrupte daling van hun omzet.

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

Tijd voor conclusies: welke aandelen zijn te sterk afgestraft?

Na deze oefening zetten de KBC Securities-analisten de aandelen die ze opvolgen op een rij.

Welke bedrijven zijn bijzonder kwetsbaar voor de coronacrisis, maar zijn toch te

hard gecorrigeerd? Welke aandelen zijn te sterk gedaald, ook al hebben ze maar een beperkte blootstelling? Tot slot nomineerden ze 11 Benelux-aandelen die de storm het best zullen doorstaan.

Aandelen geïmpacteerd door de coronacrisis, maar te sterk afgestraft

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

Aandelen niet geïmpacteerd door corona, maar te sterk afgestraft

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
D'leteren	€ 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	€ 35.00	Accumulate	Wim Hoste	-33%	Y
UCB	€ 70.14	€ 97.00	Buy	Sandra Cauwenberghs, PhD	-19%	Y
VGP	€ 97.60	€ 128.00	Buy	Joachim Vansanten	0%	Y
Warehouses De Pauw	€ 20.82	€ 30.00	Buy	Joachim Vansanten	-28%	Y

Source: KBC Securities

Noot: Bolero wijst er u op dat de koersdoelen en adviezen die in dit document worden vermeld, dateren van 23 maart 2020 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie op het moment dat u deze publicatie leest 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.