



Bolero



TOPIC: Etex Group

Etex Group

Bob de Bouwer van de Expert markt

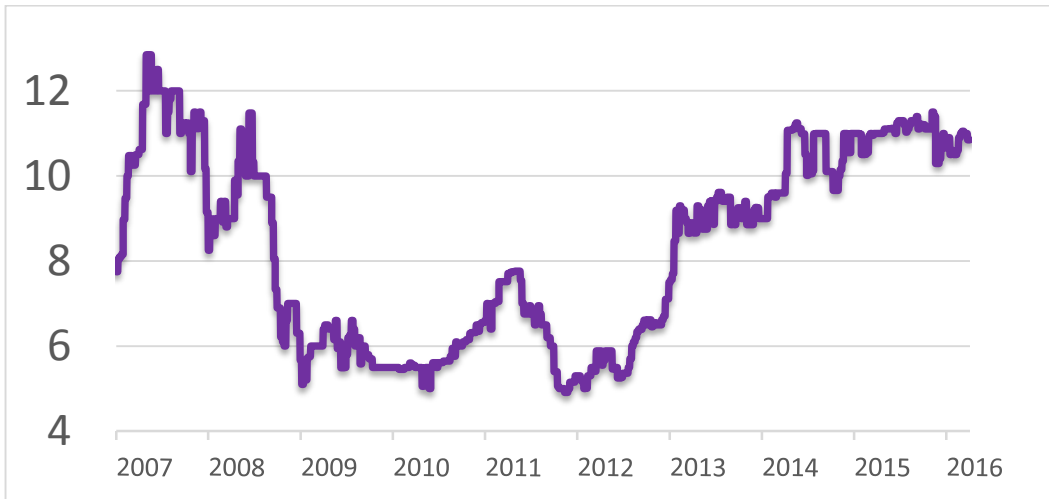
Tijd om de Etex Group eens in de verf te zetten. Anders dan in onze andere Aandelen in de Kijker kleeft KBC Securities geen koersdoel en advies op de op de Expertmarkt genoteerde groep omdat de financiële analyse gericht is op het bepalen van de liquiditeit van de onderneming.

Maar dat mag de pret niet bederven en u vooral niet beletten om verder te lezen, want een wandeling doorheen de producent en verkoper van hoogwaardige bouwmaterialen en –oplossingen leverde een even omvangrijk als interessant overzicht op. Eentje waarin de generatie van cash centraal staat en de resultaten opvallend “stabiel” zijn en blijven in een sector dat zo’n woord nochtans slechts zelden toegedicht krijgt.

Een bouwer, dus, die bouwt en laat bouwen. Zo ook in 2015, wanneer opnieuw geprofiteerd werd van de geografische diversificatie binnen Europa en de aanwezigheid in opkomende regio's en verschillende productniches. Opent dit de weg naar nieuwe overnames in 2016? Of versnelde terugbetaling van schulden? En wat met de beurskoers? Dat en meer in deze uitgebreide nota.

Beurskoers

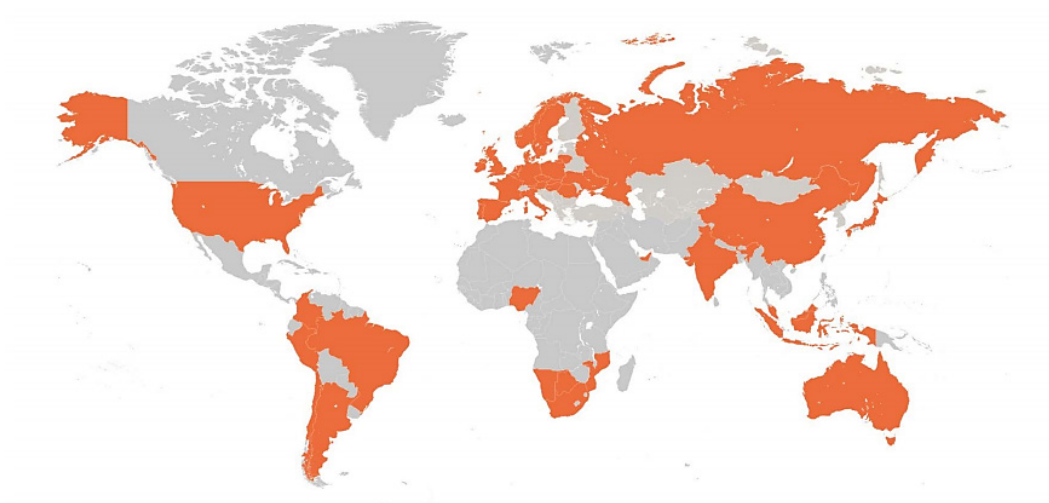
Eerst en vooral geven we de beurskoers weer sinds 2007



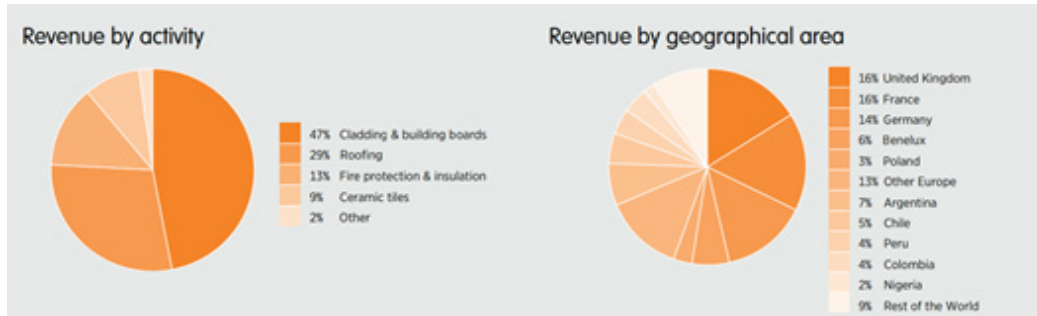
Geschiedenis

De op de Expertmarkt genoteerde groep produceert en verkoopt hoogwaardige bouwmaterialen en -oplossingen en werd in 1905 opgericht door Alphonse Emsens. Het vierde vorig jaar dan ook zijn 110de verjaardag, maar deed dat als vanouds in alle stilte. En zo communiceert het ook, net zoals het dat met zijn aandeel doet. Waar hebben we de leuze "Pour vivre heureux, vivons caché" nog gehoord?

De groep heeft zijn hoofdkwartier in Brussel, maar is aanwezig in 42 landen, omvat 120 productiesites en stelt meer dan 17 000 mensen te werk. Ze realiseerde in 2015 een omzet van 3,1 miljard euro, en de bedrijfsinkomsten vóór eenmalige posten bedroegen 409 miljoen euro. Europa levert vlotjes voor 78% van de verkoop.



Company presentation | 4 April 2016 | 2



De groep boerde doorheen de voorbije jaren erg goed, want stabiel. En dat is al veel in de vaak erg volatiele bouwmaterialenmarkt. Onderstaande tabel geeft de omzetevolutie weer sinds 2011 (de opsprong wordt volledig verklaard door de overname van een afdeling van Lafarge) en reflecteert eveneens de recurrente cash flow. Let u bij die laatste vooral op de opvallende hoge stabiliteit.



Sterktes en zwaktes (SWOT-analyse)

Sterktes

- Vooraanstaande posities in geselecteerde markten
- Een gediversifieerde productmix
- Aanwezigheid in de opkomende markten
- Sterke rendabiliteit en een sterk vermogen om kasstroom te genereren

Zwaktes

- Cyclische sector
- Verhoogde schuldgraad (sinds de Lafarge-transactie)
- 70% verkoop in Europa
- Gebrek aan verticale integratie en een beperkte onderhandelingspositie

Kansen

- Snelle schuldfbouw (om de externe groei te versnellen)
- Sneller dan verwacht herstel in de bouwsector
- Verdere efficiëntieverbeteringen
- Uitbreiding in snelgroeiende regio's

Bedreigingen

- Intensieve prijzenoorlogen
- Blijvende daling in de bouwsector
- Nieuwe concurrentie (in Latijns-Amerika)
- Volatiliteit op de grondstoffenmarkt

Productmix en concurrentie

De bedrijven uit de bouwsector vaak en gemakkelijk bloot aan schommelingen in de grondstoffenrijzen. Bewegingen kunnen niet altijd worden doorgerekend, waardoor de marges aangevreten kunnen worden en dit verklaart helemaal waarom de bouwmaterialensector intrinsiek garant staat voor een bovengemiddeld risico.

In deze omgeving differentieert Etex zich door een brede productmix. De vennootschap is georganiseerd rond vier businessunits. De verschillende dynamieken van deze units brengen het geheel in evenwicht, waardoor de volatiliteit van de omzet doorheen de tijd beperkt is. Dit positieve effect wordt nog verder ondersteund door een sterke aanwezigheid (+/-30%) buiten Europa.

Hieronder een overzicht van de merkenportefeuille



Dakbedekking

Deze afdeling produceert en verkoopt kleine (vezelcementleien, betonnen dakpannen, kleidakpannen ...) en grote dakelementen (vezelcementgolfplaten ...). In Europa is Etex de enige speler die het volledige assortiment van kleine dakelementen aanbiedt, en op het gebied van vezelcementleien bekleedt ze er een absolute leiderspositie. Voor betonnen en kleidakpannen is het leiderschap van de onderneming echter beperkt tot een aantal landen, zoals Duitsland, Polen en het VK. Wat de grote dakelementen betreft, is de groep de belangrijkste producent van golfplaten.

In Latijns-Amerika en Afrika – waar de groep enkel vezelcementproducten verkoopt – houdt Etex sterke posities in een handvol landen (onder meer maar niet beperkt tot Chili, Peru, Argentinië, Zuid-Afrika en Nigeria). De grootste concurrenten in dit segment zijn de Oostenrijkse groep Wienerberger en de Franse groep Monier. In Latijns-Amerika krijgt Etex vooral concurrentie van Volcan en Grupo Elementia. Wereldwijd zijn de belangrijkste eindmarkten van dit segment de woningbouw (kleine dakelementen) en de landbouw (golfplaten).

Droogbouw

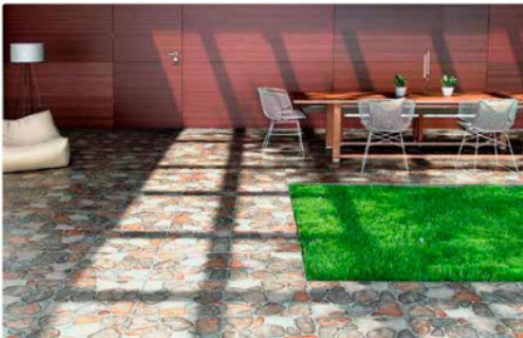
Deze afdeling werd versterkt door de overname van de gipsactiviteit van Lafarge in de loop van 2011. Droogbouw omvat hoofdzakelijk gevelbekleding (gevelplaten in brandcement) en bouwplaten (vezelcement en gipsplaten), maar ook andere gipsproducten. Het segment steunt voornamelijk op de woningbouwmarkt. De concurrentie is scherper in de segmenten vezelcementbekleding en bouwplaten, waar Etex slechts een positie als nichespeler inneemt. Op het gebied van gipsplaten is Etex een vooraanstaande leverancier, met sterke posities voor de meeste van zijn producten. De grootste concurrenten op deze markten zijn Knauf, Saint-Gobain, Xella en Cembrit.

Brandbeveiliging & isolatie

Deze afdeling concentreert zich op hoogperformante systemen van passieve brandbeveiliging en isolatie, met platen, sprays en verven. In tegenstelling tot de bovenstaande segmenten heeft BBI ook toepassingen in niet-residentiële gebouwen (industriële en commerciële gebouwen, infrastructuur ...). Etex is een vooraanstaande producent van zowel passieve brandbeveiligingsproducten als isolatieproducten (bestand tegen hoge temperaturen). De belangrijkste concurrenten in dit segment zijn Xella, Skamol, Morgan Crucible en Porextherm.



Keramische tegels



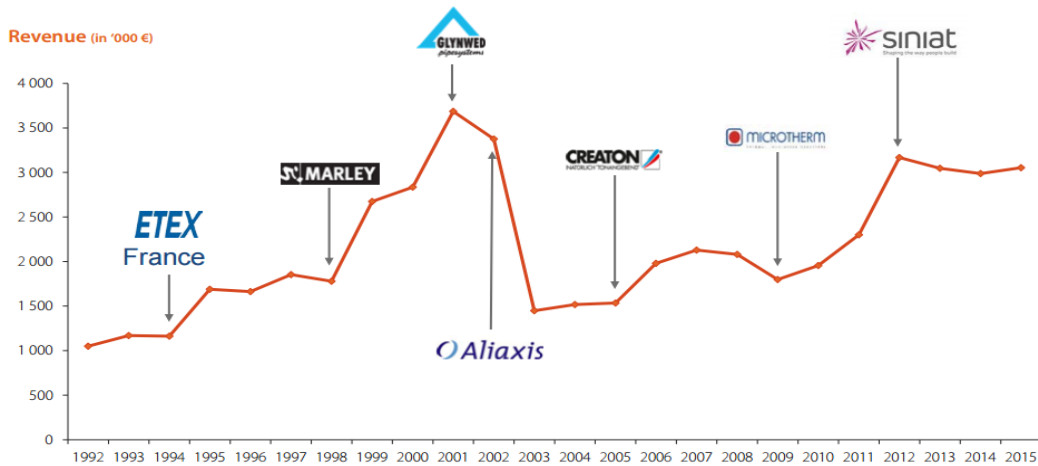
Decoratieve tegels voor de afwerking van vloeren en wanden, enkel in Latijns-Amerika. Tot 80% van de keramische tegels worden gebruikt in de renovatie van woningen, en slechts 20% wordt gebruikt bij nieuwbouw. Daardoor zijn de opbrengsten van dit segment gewoonlijk minder volatiel. Grupo Corona, Ceramica Alberdi en Grupo Celima zijn enkele van de belangrijkste concurrenten.

Concurrentie en consolidatie

De markt van Etex is versnipperd en wordt gekenmerkt door een intensieve interne rivaliteit. De concurrentie is vaak plaatselijk, omdat het transport van producten over lange afstanden de rendabiliteit aantast. Bovendien hebben de producenten vaak een beperkte onderhandelingspositie ten opzichte van hun klanten (die vaak gevestigde distributeurs zijn).

Dat neemt niet weg dat er soms behoorlijk grote overnamedossiers de revue passeren. In de tweede helft van 2011 kocht Etex bijvoorbeeld de Europese gipsactiviteiten van Lafarge (Siniat) over. De transactie leverde echter een unieke positie op in de groeiende droogbouwmarkt, wat aangeeft dat consolidatie ook in de toekomst belangrijk zal blijven om de toekomstige positie te verzekeren.

Hieronder een overzicht van enkele van de grotere overnames uit het verleden.



Groei in 2015 ondanks moeilijke omgeving

2015 bleek zelfs een goed jaar voor Etex, want er werd geprofiteerd van de geografische diversificatie binnen Europa en de aanwezigheid in opkomende regio's en productniches om de impact van de volatiele omgeving te temperen. Gesteund door de wisselkoersen en ondanks de uitdagende economische omgeving, wist Etex een omzetgroei van 2,3% neer te zetten. Op vergelijkbare basis (exclusief valuta-effect en scopeveranderingen) bedroeg die groei 1,6%.

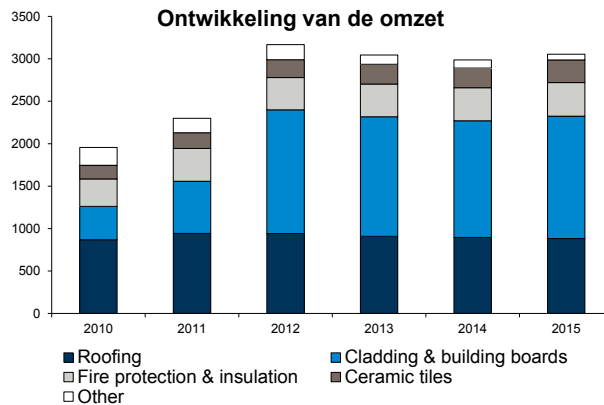
Dat is deels toe te schrijven aan de overname door Etex in maart 2015 van dakwerken Flachdach (met een jaaromzet van 21 miljoen euro) en de verkoop in juli 2015 van San Lorenzo (keramische tegels, met een jaaromzet van 18 miljoen euro). In november 2015 kocht Etex dan weer het Zuid-Afrikaanse gipsbedrijf van Lafarge over (dat voegde 6 miljoen euro omzet toe).

IN DUIZEND EURO	2014	2015
Omzet	2.986.853	3.054.240
Brutowinst	844.088	854.864
Bedrijfsresultaat (EBIT)	181.824	129.141
Winst vóór belastingen	110.259	66.146
Winstbelastingen	-15.548	-28.606
Winst voor het jaar uit voortgezette bedrijfsactiviteiten	94.711	37.540

Geografisch gezien werd de sterkste groei opgetekend bij de afdeling die platen maakt voor bekleding en gebruik in de bouw. Ook bij de keramische tegels, een activiteit in Latijns-Amerika, ontwikkelde de omzet zich positief dankzij de marketinginspanningen. Het groeicijfer voor brandwering en isolatie bleef stabiel, wat het feit maskeerde dat er in die sector maar een bescheiden groei is en dat de resultaten in de technische bouwactiviteit erop achteruitgegaan zijn. Terwijl er in Latijns-Amerika aan positieve omzetgroei was, zette de zwakke prestatie in Duitsland een domper op de verkoop bij Roofing.

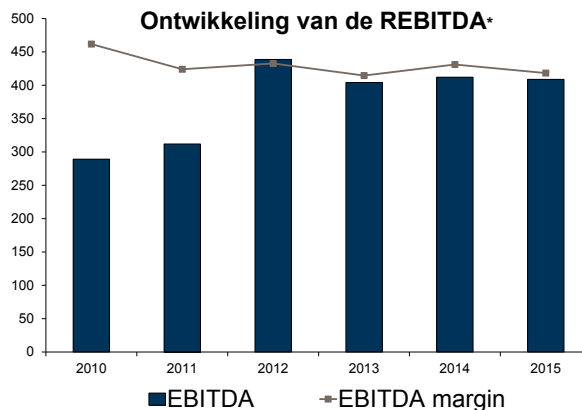
Veerkrachtige marges

Door het valuta-effect stegen de verkoopkosten in 2015 sneller dan de omzet en dat leverde druk op de marges op. Ten gevolge van de gestegen distributie-uitgaven is het percentage van de algemene kosten, de verkoopkosten en de administratiekosten ten opzichte van de omzet gestegen van 19,9% naar 20,1%.



(Bron: gegevens van het bedrijf)

Omdat de recurrente bedrijfswinst (REBITDA) relatief stabiel bleef, daalden de marges van 13,8% naar 13,4%. Etex ondervond enige druk op de marges in specifieke markten (voornamelijk Duitse kleidakpannen en Colombiaanse en Chileense gipsplaten) maar voelde ook de opstartkosten van nieuwe fabrieken. Bovendien boekte Etex voorzieningen voor dubieuze debiteuren en waarborgen, die zich beter niet zouden herhalen.



(Bron: gegevens van het bedrijf)

Een daling, dus, maar dat baart analist Alan Vandenberghe niet meteen zorgen. Want ondanks haar gebrek aan verticale integratie is de onderneming er steeds in geslaagd zich aan te passen aan de stijgende grondstoffenprijzen. Zo bijvoorbeeld door continue inspanningen om de efficiëntie te verbeteren en om de blootstelling aan de energiekosten te beperken.

Deze elementen verklaren waardoor de marges van Etex over een goede veerkracht te beschikken. Van zijn hoogste piek tot zijn dieptepunt daalden de REBITDA-marges slechts beperkt (getuige daarvan bovenstaande grafiek), ondanks het belang van het operationele hefboomeffect. Noteer ook dat in de voorbije vijf jaar de gecorrigeerde nettowinst nooit in het rood is gegaan.

Schuldafbouw gaat gestaag verder

De nettoschuld en de schuldgraad daalden in 2015 met behulp van factoring opnieuw wat verder. Etex besliste met een aantal banken namelijk een zogenaamd non-recourse factoringprogramma van 200 miljoen euro op te zetten (eind boekjaar 2015 was daarvan 129 miljoen euro gebruikt) om de financieringsbronnen te diversifiëren en de financieringskosten te verminderen.

KBC Securities verwacht dat de kasstroomgeneratie vanaf het boekjaar 2016 zal verbeteren zodat de schuldafbouw tegen 2018 zou kunnen versnellen tot 1,5x. Dat zal het risico substantieel verlagen. Te noteren valt dat het looptijdprofiel vandaag al goed is uitgebalanceerd en ruimte biedt om passende herfinancieringsopties te zoeken voor de komende vervaldagen.

Te noteren valt dat de vrije kasstroom ondertussen al voor het zevende jaar op rij positief was en daarenboven hoog genoeg om het dividend te ondersteunen. In combinatie met het afstoten van bepaalde activa maakte dat schuldafbouw mogelijk.

Cashflowgeneratie	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operationele kasstroom	175,7	296,2	297,1	244,0	266,0	249,7
Nieuwe investeringen in vaste activa	-73,4	-143,8	-204,1	-212,4	-198,2	-186,7
Capex / Sales	3,8%	6,3%	6,4%	7,0%	6,6%	6,1%
Vrije kasstroom	102,3	152,3	92,9	31,6	67,7	63,0
Uitbetaalde dividenden	-29,2	-46,6	-54,7	-29,8	-29,9	-31,5
Acquisities / desinvesteringen	-3,9	-896,4	121,2	23,9	-122,8	20,2

Bron: KBC Securities

De nettoschulden (zoals gerapporteerd door het bedrijf) daalden van 904 miljoen euro naar 833 miljoen, wat resulteerde in een schuldratio (nettoschulden / REBITDA) van 2,0x. Dat is een daling ten opzichte van de 2,2x uit het boekjaar 2014 en KBC Securities verwachten dat dit momentum zal aanhouden, voornamelijk omdat de onderliggende marges verbeteren.

Na correctie voor claims, niet-gefinancierde pensioenplannen en operationele leasing komen we op een aangepaste nettoschuld van 1,5 miljard euro en een aangepaste leverage van 3,3x, een daling van 0,2x ten opzichte van vorig jaar.

Etex heeft speelruimte om zijn interestuitgaven verder te verlagen. We verwachten immers dat de vrijekasstroomgeneratie positief blijft, wat het bedrijf kan helpen bij schuldafbouw. Bovendien moet het bedrijf volgend jaar (2017) zijn retail obligatie (met een rendement van 5%) voor 400 miljoen euro terugbetalen of herfinancieren. KBC Securities gaat ervan uit dat het nieuw schuld papier zal uitgeven om de obligatie terug te betalen. Gezien de omgeving van lage rente en het verbeterde kredietprofiel is dat volgens ons mogelijk tegen lagere kosten. De volgende belangrijke mijlpaal is de vervaldag van de gesyndiceerde lening (200 miljoen euro, opgenomen in de vorm van een termijnskrediet) in 2019.

KBC Securities verwacht dat de kasstroomgeneratie vanaf het boekjaar 2016 zal verbeteren, tenminste indien er geen nieuwe boetes of belangrijke herstructureringskosten bij komen. De schuldafbouw zou daardoor verder moeten versnellen waardoor de verhouding nettoschuld/REBITDA tegen 2018 1,5x zal bereiken.

Belangrijk in dat verband is dat dat het bedrijf altijd heeft aangegeven dat de schuldgraad moet dalen tot onder 1,5x voordat het opnieuw een fusie of overname zou overwegen. In dat opzicht zou er in 2018/2019 een omwenteling kunnen komen. Of iets vroeger, als het meevalt.

Verwachtingen

Voor 2016 verwacht dat de algemene economische omgeving "uitdagend" zal blijven. Het baseert zich daarvoor op de evoluties die het ziet, maar ook op de projecties van het Internationaal Monetair Fonds. Dat stelt een wereldwijde BBP-groei van 3,3% voorop, met een geleidelijk aantrekken in de ontwikkelde economieën en een groeivertraging in de opkomende markten. Dat vertaalt zich heel concreet in de verwachtingen dat 2016 een bescheiden groei van de omzet, REBITDA en de winst voor belastingen zou moeten opleveren. En dat is helemaal in lijn met de KBC Securities schattingen. We stippen aan dat Wienerberger, de grootste concurrent van Etex, vergelijkbare vooruitzichten meldde: het mikt op een stabiele tot licht positieve marktomgeving in Europa en een bescheiden toename in de volumes voor bouwmaterialen uit klei in Europa.

Hieronder geven we een overzicht, waarin centraal de verwachting staat dat 2016 een groei van de omzet en van de REBITDA zou moeten opleveren. Een stabiele gang van zaken, dus, temidden van een uitdagende economische omgeving. Wat dat betreft alvast helemaal in lijn met de vooruitzichten die ook de rest van de bouwsector de wereld instuurde. De groei zou zich trouwens moeten doorzetten in 2017, geflankeerd door een lichte stijging van de marge.

Geactualiseerde financiële cijfers

	2015	2016	2017
Inkomsten	3 054,2	3 127,9	3 202,9
REBITDA	408,8	422,3	435,6
% marge	13,4%	13,5%	13,6%
REBIT	240,7	250,2	259,4
% marge	7,9%	8,0%	8,1%
Bedrijfsopbrengsten	129,1	250,2	259,4
% marge	4,2%	8,0%	8,1%
Netto financiële schuld	850,7	782,9	726,4
Investeringsuitgaven	-186,7	-203,3	-208,2
% van inkomsten	-6,1%	-6,5%	-6,5%
Netto financiële schuld/REBITDA	2,1	1,9	1,7

Bron: KBC Securities

Waardering

Op basis van de inschattingen van KBC Securities noteert het aandeel vandaag aan een koerswinst verhouding en een koersboekwaarde verhouding van 6,6x en 5,0 voor 2016. Beide cijfers dalen tot 6,2 en 4,7 in 2017 en blijven daarmee duidelijk beneden het sectorgemiddelde. Dat laatste schommelt met 13x ongeveer rond de helft!].

Afgaande op de te verwachten cash flows, noteert het aandeel aan een zogenaamd cash flow rendement van 11,2%, 9,9% en 11,7% voor 2016, 2017 en 2018. Vergelijking we die cijfers met de rest van de coverage van KBC Securities, dan bevindt ETEX zich daarmee duidelijk helemaal boven het koppeloton.

Op basis van waarderingmultiples en verwachte cash flows lijkt ETEX een bijzonder interessant aandeel te zijn. Daarbij dient wel gezegd dat de extreem lage liquiditeit zonder enige twijfel de verklaring vormt: internationale beleggers kennen het aandeel immers niet en zelfs als dat het geval is, dan nog zouden ze er ongetwijfeld niet in mogen handelen. Hou er verder ook mee dat de (vroegere) aard van de activiteiten de nodige onzekerheid creëert onder de vorm van "potentieel asbestgerelateerde claims". Daar werd in het waarderingmodel wel al rekening mee gehouden, maar blijft niettemin een aandachtspunt.

	2014	2015	2016	2017	2018
Marktwaaarde	898.8	898.8	898.8	898.8	898.8
P/E	9.5	23.9	6.6	6.2	5.8
EV/EBITDA	5.8	6	5	4.7	4.4
EV/EBIT	8.5	9.1	8.5	8	7.4
EV	2,118.40	2,187.70	2,119.90	2,065.20	1,995.70
Marktwaaarde	898.8	898.8	898.8	898.8	898.8
Nettoschuld	905.2	850.7	782.9	728.2	658.8
Pensioenen	314.4	309.2	309.2	309.2	309.2
Factoring	0	129	129	129	129
FCF Yield	7.50%	7.00%	11.20%	9.90%	11.70%

Bron: FactSet

Bedrijf	ISIN	Sector	Munt	Koers (13.05.2016)	Koersdoel (consensus)	% potentieel	P/E 2017	P/B 2017
LafargeHolcim Ltd.	CH0012214059	Construction Materials	Swiss Franc	43.0	52.5	22%	13.4	0.8
HeidelbergCement AG	DE0006047004	Construction Materials	Euro	75.2	83.9	12%	12.4	0.9
Compagnie de Saint-Gobain SA	FR0000125007	Building Products	Euro	38.3	42.9	12%	13.9	1.1
Wienerberger AG	AT0000831706	Building Products	Euro	15.4	17.9	16%	13.8	0.9
CRH Plc	IE0001827041	Construction Materials	British Pounds	20.1	22.8	13%	13.8	1.4

Bron: FactSet

Notering op Euronext expert Markt

Etex noteert op een specifiek deelsegment van Euronext Brussel, namelijk de Euronext Expert Markt of de vroegere "markt van Openbare veilingen", waarop effecten (aandelen, obligaties, kasbons,...) noteren die niet op de gewone continu of fixingmarkt noteren. Er kan maar eenmaal per week (elke dinsdag) gehandeld worden in de effecten op de Expert markt. Bij Bolero kunt u, ook voor de Euronext Expert Markt, uw order gewoon online doorgeven. De tarieven voor de Expert Markt bedragen 1% (met een minimum van € 30). Meer info over de Euronext Expert Markt vindt u op <https://www.euronext.com/expert-market>

Conclusie

Algemeen gezien kunnen we besluiten dat Etex haar activiteiten uitbaat in een zeer cyclische sector. Ondanks deze uitdagende omgeving zet Etex prima prestaties neer, dankzij een goede productdiversificatie en een evenwichtige geografische spreiding. Dit wordt weerspiegeld door het goede financiële profiel van de onderneming. De rendabiliteit is behoorlijk veerkrachtig (lage volatiliteit) en op een bovengemiddeld niveau, waardoor de onderneming de voorbije tien jaar geen verliezen hoefde te boeken.

Omdat de financiële analyse van KBC Securities vooral gericht is op het bepalen van de liquiditeit van de onderneming, kleeft er geen koersdoel op het bedrijf. Dat lijkt wat vreemd, maar bekijk het vanuit de keuken : soms ontbreekt de kok, maar is mise-en-place al gedaan. En op basis van de stabiele marges, solide cash flows, zeer gedegen positie, topmanagement en perfect track record lijkt dit bedrijf eerder uw liefde dan uw afkeer te verdienen. Dat werd bevestigd op basis van de waarderingmultiples.

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

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. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities 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 financiële 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 gesproken 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/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities 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 Securities. 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.