

Topic: “Te mijden aandelen!”

Er vielen de jongste dagen weer rake klappen op de aandelenmarkten en hoewel marktspecialisten het er niet over eens raken welke richting het de komende maanden met de beurs uit zal gaan, lijkt op de meeste analistenrapporten toch overwegend een neutraal tot positief advies te prijken. Toch zijn er ook aandelen die je beter niet in portefeuille hebt en zelfs na de correctie van de voorbije maanden beter links laat liggen.

De reden daarvoor kan van zeer uiteenlopende aard zijn. Soms is het aandeel gewoon volledig gewaardeerd en is er geen of nauwelijks opwaarts koerspotentieel om een koopadvies te rechtvaardigen. Soms zit het bedrijf eenvoudig weg in slechte papieren en is nog een flink traject af te leggen alvorens het weer op de radar van beleggers zal verschijnen.

We grasduinden met de nodige voorzichtigheid in het universum van zowel KBC Securities als KBC Asset Management op zoek naar de aandelen waar u beter in een grote bocht omheen gaat om een uitschuiver van formaat te vermijden.



Topic

De 15 van KBC Asset Management



Huidige koers	\$	13.06
Koersdoel KBC AM	\$	8.00
Potentieel		-38.7%



Huidige koers	€	16.10
Koersdoel KBC AM	€	10.00
Potentieel		-37.9%



Huidige koers	CAD	1.59
Koersdoel KBC AM	CAD	1.10
Potentieel		-30.8%



Huidige koers	CHF	123.00
Koersdoel KBC AM	CHF	100.00
Potentieel		-18.7%



Huidige koers	€	6.78
Koersdoel KBC AM	€	6.00
Potentieel		-11.5%



Huidige koers	JPY	3,030.00
Koersdoel KBC AM	JPY	2,700.00
Potentieel		-10.9%



Huidige koers	SEK	305.70
Koersdoel KBC AM	SEK	270.00
Potentieel		-11.7%



Huidige koers	€	13.69
Koersdoel KBC AM	€	12.00
Potentieel		-12.3%



Huidige koers	€	37.88
Koersdoel KBC AM	€	35.00
Potentieel		-7.6%



Huidige koers	\$	1.70
Koersdoel KBC AM	\$	1.60
Potentieel		-5.9%



Huidige koers	CHF	16.79
Koersdoel KBC AM	CHF	16.00
Potentieel		-4.7%



Huidige koers	€	15.33
Koersdoel KBC AM	€	14.00
Potentieel		-8.7%



Huidige koers	\$	70.20
Koersdoel KBC AM	\$	65.00
Potentieel		-7.4%



Huidige koers	€	23.14
Koersdoel KBC AM	€	23.00
Potentieel		-0.6%



Huidige koers	\$	15.55
Koersdoel KBC AM	\$	15.00
Potentieel		-3.5%

Topic

Transocean



Aanbeveling		Verkopen
Huidige koers	\$	13.06
Koersdoel KBC AM	\$	8.00
Potentieel		-38.7%

Transocean Ltd.					
United States	Koers (USD)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Contract Drilling	13.66	Koerswinst	-	4.0x	96.7x
ISIN: CH0048265513	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.5x	0.4x	0.4x
52 Wk H/L: 33.3/ 11.3 (USD)	-59.1%	EV/EBITDA	3.7x	3.9x	8.4x
Market value (milj.): 4966.146	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	20.69%	7.36%	1.89%
NYSE	-25.5%	Omzetgroei (j/j)	-3.3%	-24.1%	-28.6%

Bron: Factset

Beschrijving

Transocean is marktleider in het verhuren van boorplatforms op zee. Met een vloot van 80 platformen en schepen is Transocean actief in alle regio's wereldwijd. Na de verkoop in 2012 van zijn verouderde boorplatforms voor ondiepe zeeën bestaat de vloot voor het grootste gedeelte uit (ultra)diepwaterplatformen, aangevuld met sterk gespecialiseerde installaties voor boringen in minder diepe en ruige zeeën.

Opinie KBC AM

- Transocean rapporteerde sterker dan verwachte tweede kwartaalresultaten (operationele winst per aandeel van 1,11 dollar of zowat 10% meer dan elk van de drie voorgaande kwartalen) als gevolg van doorgedreven kostenbesparingen. Tegenover dezelfde periode vorig jaar ligt de winst wel meer dan 30% lager.
- Offshore drillers beleven moeilijke tijden. De oliereuzen investeren minder omdat ze zich focussen op verbetering van de kasstromen en een aantal diepwaterprojecten worden uitgesteld. Dat weegt op de verhuurtarieven en de benuttingsgraad van boorplatformen, zelfs voor de nieuwste ultradiepwaterplatformen waarvan er nog tientallen worden opgeleverd door de scheepswerven in de komende twee jaar.
- We verwachten een aanhoudend negatieve winstevolutie bij Transocean waarbij de winst de komende kwartalen nog kan halveren. We vrezen dat meer platformen voor langere tijd zonder werk zullen vallen. Nu is al 20% van de vloot werkloos of verschroot en voor nog eens 30% loopt het contract af in de loop van 2015.
- De balans verslechtert zienderogen en we sluiten een kapitaalverhoging niet uit. Het dividend werd begin dit jaar met 80% verlaagd (tot 0,60 dollar op jaarbasis tegenover 3 dollar voorheen) en zelfs volledig geschrapt over de laatste twee kwartalen van 2015.
- De lage waardering (0,5 keer koers/boekwaarde) biedt weinig steun. We verwachten nog meer afschrijvingen en een verdere inkrimping van de vloot.

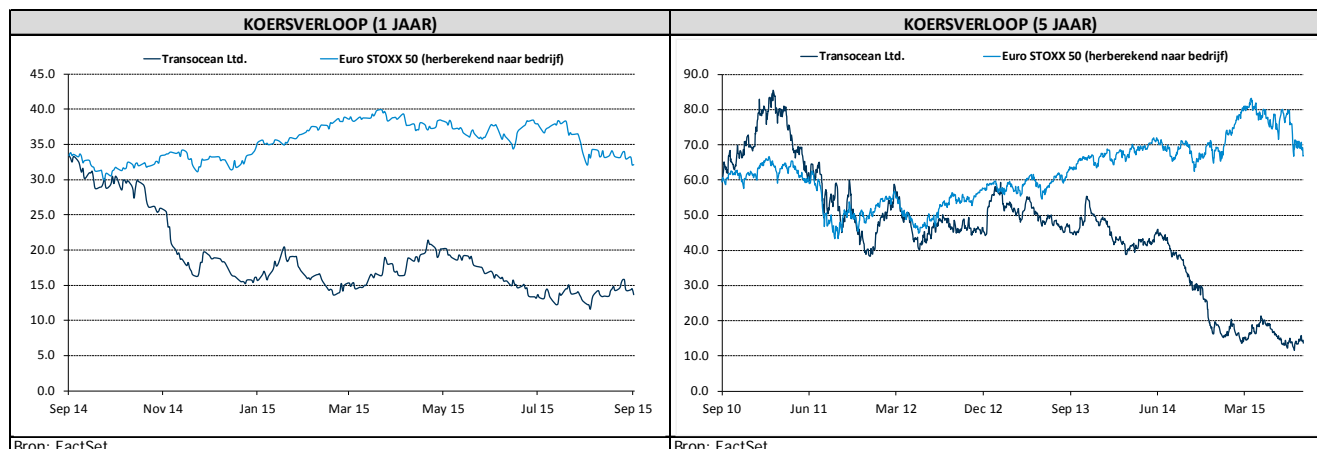
Sterktes

- Dominante marktpositie in diepwater boorplatformen.
- Sterk klantenbestand van oliegiiganten en nationale oliebedrijven.

Zwaktes

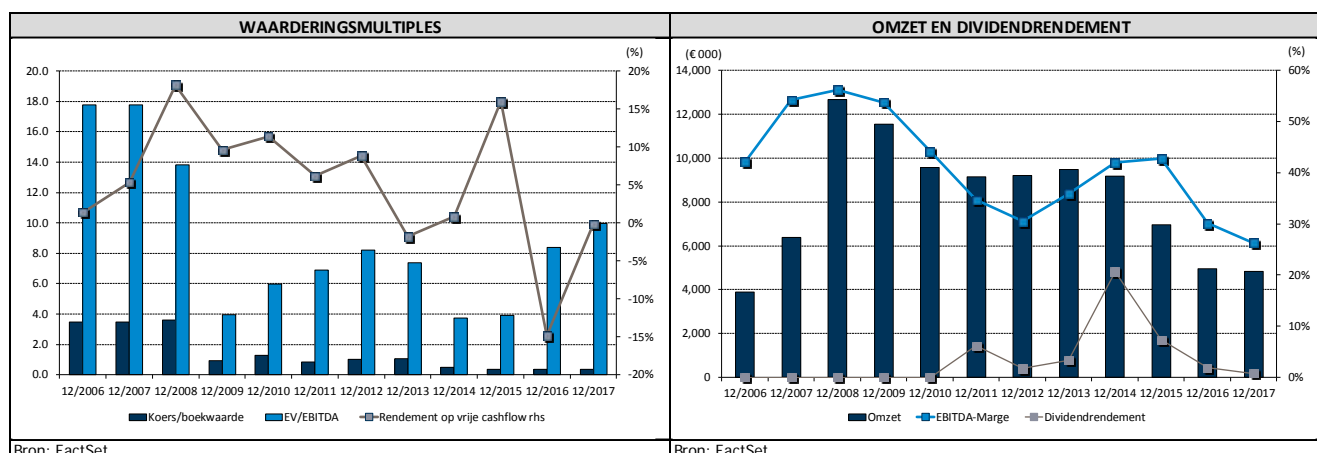
- Sterk afhankelijk van de investeringsbudgetten van olieproducenten die worden ingekrompen.
- Overcapaciteit in boorplatformen zal langer aanhouden.
- Hoge schuldenlast en vernieuwing van de vloot is zeer kapitaalintensief.

Topic



Bron: FactSet

Bron: FactSet



Bron: FactSet

Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		9,576	9,142	9,196	9,484	9,174	6,963	4,969	4,845
	Jaarlijkse groei	-17.1%	-4.5%	0.6%	3.1%	-3.3%	-24.1%	-28.6%	-2.5%
Operationele winst (EBITDA)		4,232	3,169	2,808	3,407	3,851	2,978	1,496	1,271
	Jaarlijkse groei	-31.8%	-25.1%	-11.4%	21.3%	13.0%	-22.7%	-49.8%	-15.0%
	marge	44.2%	34.7%	30.5%	35.9%	42.0%	42.8%	30.1%	26.2%
Netto resultaat		956	-5,725	-219	1,395	-1,913	218	41	-236
	Jaarlijkse groei	-69.8%	-698.8%	-96.2%	-737.0%	-237.1%	-111.4%	-81.2%	-677.1%
	marge	10.0%	-62.6%	-2.4%	14.7%	-20.9%	3.1%	0.8%	-4.9%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		36,811	35,088	34,255	32,546	28,413	26,662	26,943	26,765
	Waarvan vlottende activa	3,394	4,199	5,329	3,402	2,749	-	-	-
Totale passiva		36,811	35,088	34,255	32,546	28,413	26,662	26,943	26,765
	Waarvan korte termijn schuld	2,012	2,039	1,367	323	1,033	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	9,209	11,497	11,092	10,379	9,059	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		2.61%	-16.47%	2.33%	4.17%	-6.21%	0.15%	0.82%	-0.88%
Rendement op eigen vermogen		4.56%	-31.94%	5.14%	8.60%	12.96%	8.89%	0.37%	-1.64%
Winst per aandeel		7.70	-1.83	-20.56	4.49	-2.65	3.39	0.15	-0.60

Bron: Factset

Topic

Wienerberger



Aanbeveling	Verkopen
Huidige koers €	16.10
Koersdoel KBC AM €	10.00
Potentieel	-37.9%

Wienerberger AG					
Austria	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Building Products	16.10	Koerswinst	-	37.7x	22.8x
ISIN: AT0000831706	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.9x	1.0x	1.0x
52 Wk H/L: 16.9/ 8.8 (EUR)	57.8%	EV/EBITDA	9.3x	6.8x	6.1x
Market value (milj.): 1903.4666	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	0.93%	1.19%	1.58%
Vienna	40.7%	Omzetgroei (j/j)	6.4%	6.5%	4.3%

Bron: Factset

Beschrijving

Wienerberger is de grootste baksteenfabrikant ter wereld en de nummer twee in dakbedekking in Europa. Het bedrijf fabriceert ook bouwmaterialen zoals betonnen en gebakken tegels, dakbedekking en buizen. Via overnames wil het bedrijf zijn geografische aanwezigheid uitbreiden en zijn marktpositie versterken in opkomende markten.

Opinie KBC AM

- Beter dan verwachte resultaten over het tweede kwartaal zorgen ervoor dat Wienerberger zijn vooruitzichten voor 2015 kan optrekken. De nettowinst steeg tot 46,7 miljoen EUR ten opzichte van 29,3 miljoen EUR een jaar eerder. Analisten waren uitgegaan van een nettowinst van 41,8 miljoen EUR. De omzet lag in de lijn der verwachtingen. De operationele winst van 86,4 miljoen EUR overtrof de 73,6 miljoen EUR die analisten hadden voorzien.
- Wienerberger blijft sterk afhankelijk van de huizenbouw in Europa, die momenteel op een laag pitje draait. Ondanks de capaciteitsinkrimping in 2009 en 2010 blijft de Europese markt met overcapaciteit kampen. Zonder een herstel in de Europese huizenmarkt zullen de baksteenfabrieken dus nog een tijdje aan lage capaciteit blijven draaien. Vooral in Oost-Europa, waar capaciteit is toegevoegd de voorbije jaren, zorgt dit voor prijs- en margedruk.
- De schuldgraad blijft hoog en nam opnieuw toe door de overname van Tonadach. De groep kon wel het financieringsrisico voor de nabije toekomst beperken.
- De huidige koers vervat alle hoop op een herstel van de Europese huizenbouw. Hoewel we geloven in een langzame herstelbeweging, vrezen we dat de analistenschattings voor Wienerberger voor de volgende jaren te hoog gespannen is.

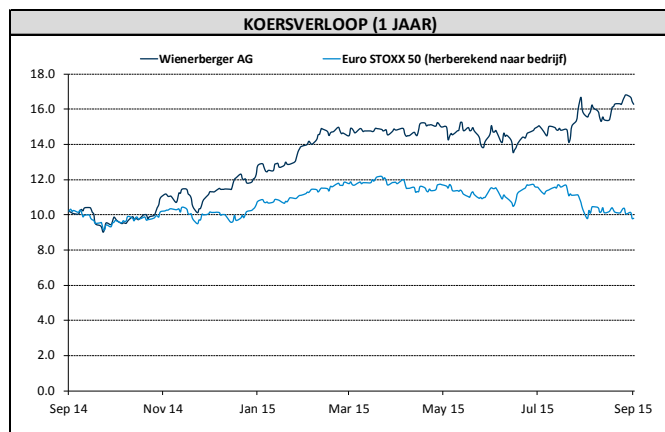
Sterktes

- Wereldleider in de fabricage van baksteen.
- Sterke marktpositie in veel regio's.

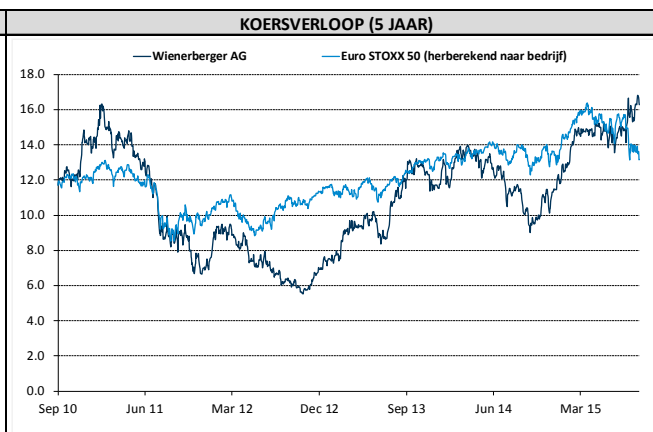
Zwaktes

- Zwakke balans.
- Integratierisico bij de overgenomen bedrijven.
- Strategie om marktaandeel te winnen door prijzen te verlagen is risicovol.

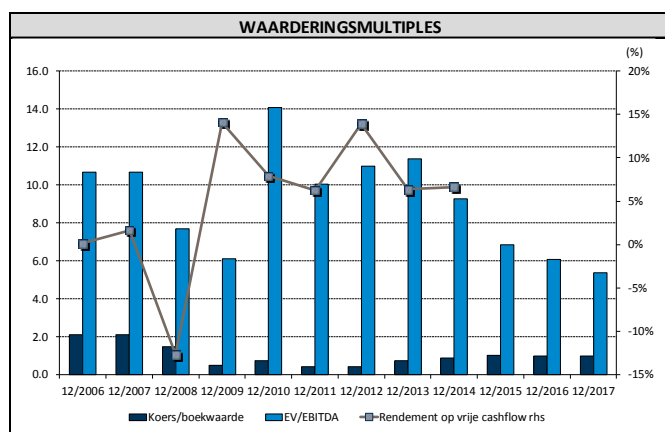
Topic



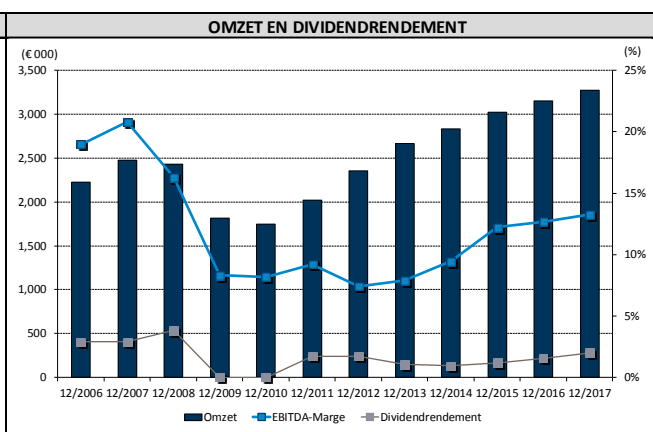
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		1,745	2,024	2,356	2,663	2,834	3,020	3,150	3,275
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-4.0%	16.0%	16.4%	13.0%	6.4%	6.5%	4.3%	4.0%
Operationele winst (EBITDA)		143	186	175	210	268	369	400	434
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-5.4%	30.3%	-6.1%	20.3%	27.5%	37.8%	8.2%	8.5%
	<i>marge</i>	8.2%	9.2%	7.4%	7.9%	9.5%	12.2%	12.7%	13.2%
Netto resultaat		-67	9	-70	-39	-202	52	87	120
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-76.8%	-113.4%	-884.9%	-44.6%	418.8%	-125.7%	67.3%	38.3%
	<i>marge</i>	-3.8%	0.4%	-3.0%	-1.5%	-7.1%	1.7%	2.8%	3.7%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		4,059	3,991	4,140	4,211	3,913	3,892	3,872	3,854
	Waarvan vlottende activa	513	553	288	556	312	-	-	-
Totale passiva		4,059	3,991	4,140	4,211	3,913	3,892	3,872	3,854
	Waarvan korte termijn schuld	139	459	58	291	402	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	1,268	1,060	1,352	1,329	1,047	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		-1.64%	0.19%	-1.73%	-0.93%	-4.97%	2.24%	1.33%	3.11%
Rendement op eigen vermogen		-3.30%	0.39%	-3.70%	-2.15%	0.38%	2.74%	4.39%	6.16%
Winst per aandeel		-1.06	0.08	-0.06	-1.06	0.19	0.43	0.71	1.02

Bron: Factset

Topic

Bombardier

BOMBARDIER
the evolution of mobility

Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers	CAD 1.59
Koersdoel KBC AM	CAD 1.10
Potentieel	-30.8%

Bombardier Inc. Class B					
Canada	Koers (CAD)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Aerospace & Defense	1.59	Koerswinst	-	6.5x	10.1x
ISIN: CA0977512007	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	-	2.2x	1.9x
52 Wk H/L: 4.4/ 1.0 (CAD)	-54.3%	EV/EBITDA	9.8x	7.2x	7.6x
Market value (milj.): 3541.8547	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	6.95%	1.38%	0.14%
Toronto	-61.7%	Omzetgroei (j/j)	18.8%	14.8%	0.3%

Bron: Factset

Beschrijving

Het Canadese Bombardier is de grootste producent van spoorwagematerieel, zoals locomotieven en wagons, en de derde grootste bouwer van passagiersvliegtuigen. Het bedrijf is onderverdeeld in twee divisies: luchtvaart en transport.

Opinie KBC AM

- Na de stevige winstwaarschuwing over het eerste kwartaal, bleek het tweede kwartaal opnieuw een stevige tegenvaller. Het bedrijf moet door de geringe vraag naar zakenvliegtuigen een groot deel van de productie opschorten en een omvangrijke reorganisatie doorvoeren. Daarnaast haalt het 600 miljoen USD aan nieuw kapitaal op.
- De risico's gelinkt aan het CSeries ontwikkelingsprogramma blijft voor ons de voornaamste reden om Bombardier te vermijden. Door het uitstel van een jaar in de afronding van het ontwikkelingsprogramma is de terugkeer naar positieve kasstromen nog maar eens met een jaar uitgesteld.
- We vrezen ook dat Bombardier niet voldoende orders zal binnenhalen om het programma voldoende winstgevend te maken. De voornaamste reden hiervoor is dat Airbus en Boeing kort na de beslissing van Bombardier om door te gaan met de CSeries, besloten om hun A320 en B737 te voorzien van nieuwe motoren. Per zijte zijn deze nieuwe toestellen even efficiënt in brandstofverbruik dan de CSeries.
- De luchtvaartdivisie is vooral een wereldspeler in regionale en business jets. De vraag naar die toestellen is momenteel veel lager dan die naar grotere commerciële toestellen. Bovendien slorpt de ontwikkeling van de CSeries zo veel mankracht en budget op, dat Bombardier achter loopt op concurrent Embraer op het vlak van vernieuwingen in het aanbod.
- Ondanks de crash van het aandeel, blijven we negatief gestemd. De kapitaalverhoging was broodnodig om de zeer zwakke balans te versterken, maar we hadden liever een grotere kapitaalverhoging gezien. De financiële situatie blijft immers zorgwekkend. Bombardier zit in een overlevingsstrijd.

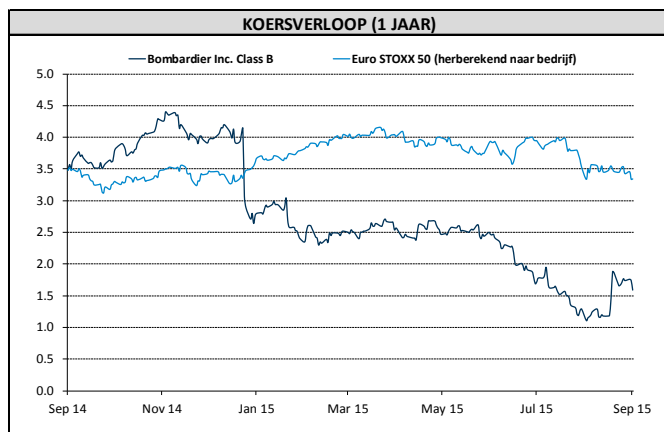
Sterktes

- Sterke positie in transport.
- Goede geografische activiteitsverspreiding.

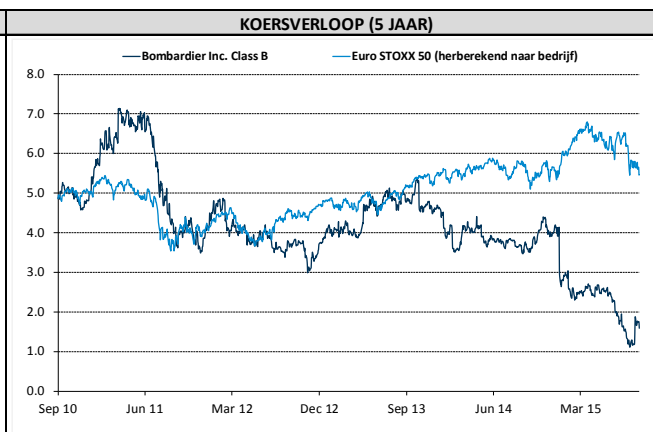
Zwaktes

- Heel risicovolle investering in het vliegtuigtype CSeries waardoor te weinig wordt geïnvesteerd in andere types.
- Zeer zwakke balans
- Zwakke markt van business jets.

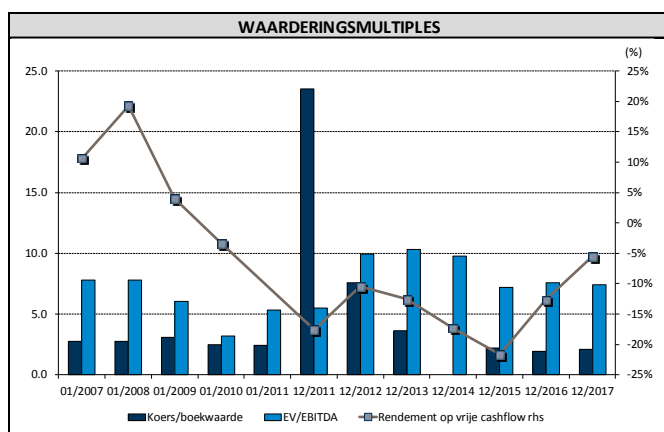
Topic



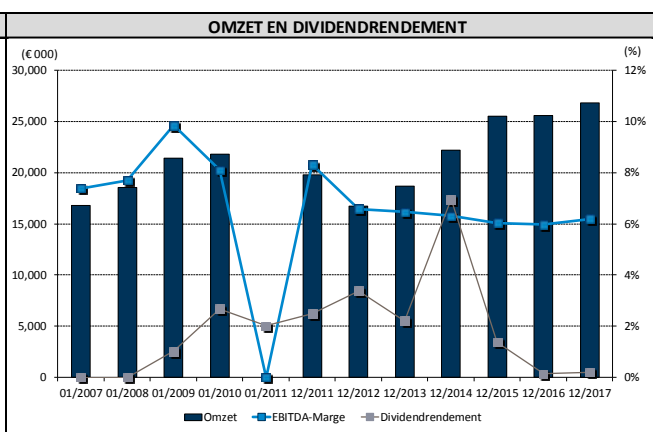
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening								
	01/2011	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet	-	19,802	16,762	18,703	22,212	25,506	25,582	26,830
<i>Jaarlijkse groei</i>	-	-	-15.4%	11.6%	18.8%	14.8%	0.3%	4.9%
Operationele winst (EBITDA)	1,411	1,647	1,103	1,210	1,400	1,540	1,529	1,660
<i>Jaarlijkse groei</i>	-20.2%	16.8%	-33.1%	9.7%	15.8%	10.0%	-0.7%	8.6%
<i>marge</i>	-	8.3%	6.6%	6.5%	6.3%	6.0%	6.0%	6.2%
Netto resultaat	-	903	588	581	-1,392	462	320	239
<i>Jaarlijkse groei</i>	-	-	-34.9%	-1.1%	-339.5%	-133.2%	-30.8%	-25.2%
<i>marge</i>	-	4.6%	3.5%	3.1%	-6.3%	1.8%	1.2%	0.9%

Balans								
	01/2011	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa	-	24,300	25,067	31,198	31,984	39,704	40,065	40,456
Waarvan vlottende activa	-	3,434	2,884	3,609	2,883	-	-	-
Totale passiva	-	24,300	25,067	31,198	31,984	39,704	40,065	40,456
Waarvan korte termijn schuld	-	197	45	228	65	-	-	-
Waarvan termijn schuld	-	4,835	5,338	7,426	8,834	-	-	-

Winstgevendheid								
	01/2011	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa	-	3.85%	1.86%	2.07%	-4.41%	0.80%	1.16%	0.59%
Rendement op eigen vermogen	-	39.33%	49.54%	30.72%	1367.05%	33.84%	18.95%	16.98%
Winst per aandeel	0.35	0.35	0.44	0.27	0.24	0.24	0.16	0.13

Bron: Factset

Topic

Kuehne & Nagel



Aanbeveling	Verkopen
Huidige koers	CHF 123.00
Koersdoel KBC AM	CHF 100.00
Potentieel	-18.7%

Kuhne & Nagel International AG					
Switzerland	Koers (CHF)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Marine Shipping	123.00	Koerswinst	25.6x	22.3x	20.4x
ISIN: CH0025238863	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	6.6x	6.7x	6.5x
52 Wk H/L: 148.7/ 113.2 (CHF)	0.7%	EV/EBITDA	15.4x	13.6x	12.8x
Market value (milj.): 14850.595	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	5.58%	3.46%	3.76%
SIX Swiss	-9.1%	Omzetgroei (j/j)	1.9%	17.6%	5.1%

Bron: Factset

Beschrijving

Kuehne & Nagel is een Zwitserse expediteur. De activiteiten zijn georganiseerd in zes divisies: Maritiem transport, Luchttransport, Transport over de weg en het spoor, Toevoerketen, Vastgoeddiensten en Verzekeringen. De onderneming is wereldwijd actief.

Opinie KBC AM

- De resultaten van de logistieke dienstverlener over het tweede kwartaal konden de verwachtingen inlossen. Door de focus te verleggen naar meer winstgevendende klanten slaagde het bedrijf erin de marges terug op te trekken.
- Kuehne & Nagel is een goed beheerde expediteur, actief op het land, de zee en in de lucht. Het bedrijf beschikt over weinig activa, vermits het de transportmiddelen niet zelf bezit. In de afgelopen periode deed K&N het beter dan de markt dankzij een goede kostenbeheersing.
- We vrezen evenwel dat de verwachtingen voor de toekomst te hoog zijn en het aandeel te duur. De groei van internationaal transport zwakt af doordat de trend van outsourcing naar Azië over zijn hoogtepunt heen is. Bovendien is er prijsdruk op heel wat routes naar Azië door toenemende concurrentie. We verwachten wel nog stevige groei binnen Azië en binnen Zuid-Amerika, maar daar liggen de marges lager voor de expediteurs. We vrezen bovendien dat de prijszettingmacht van de containerrederijen gaat toenemen met de creatie van de verschillende allianties. Dat zal een negatieve invloed hebben op de marges van K&N.
- Over het algemeen zijn de uitdagingen waar K&N voor staat groter geworden terwijl het aandeel duur blijft. De hoge koers-winstverhouding geeft aan dat de markt het aandeel nog altijd waardeert als een groeiaandeel. Het is echter duidelijk dat de groei een pak lager ligt dan in het vorige decennium. We blijven daarom aanbevelen om het aandeel te verkopen.

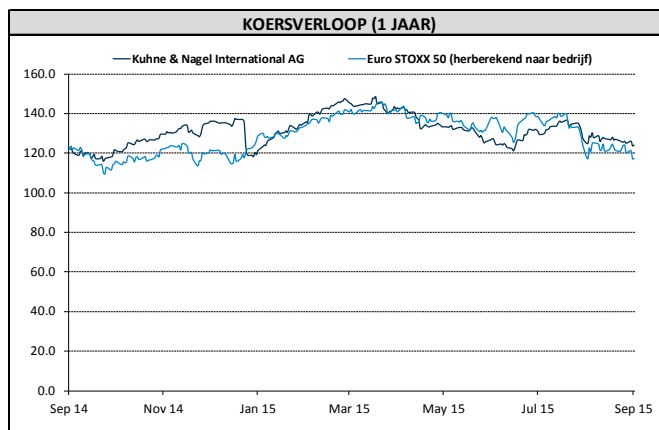
Sterktes

- Sterk management met een goede lange termijn visie.
- Groeit sneller dan de concurrentie met blootstelling aan opkomende markten.
- Goede vrije kasstroom en een sterke balans.

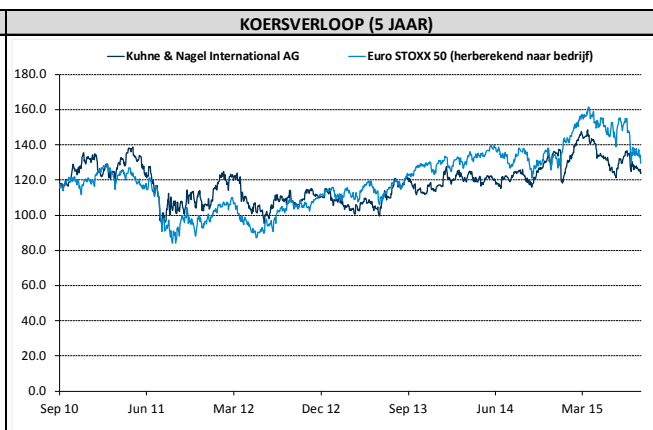
Zwaktes

- Gevoelig voor de schommelingen van de wereldwijde handelsvolumes en de vrachttarieven.
- Gevoelig voor schommelingen van de wisselkoers van de Zwitserse Frank.

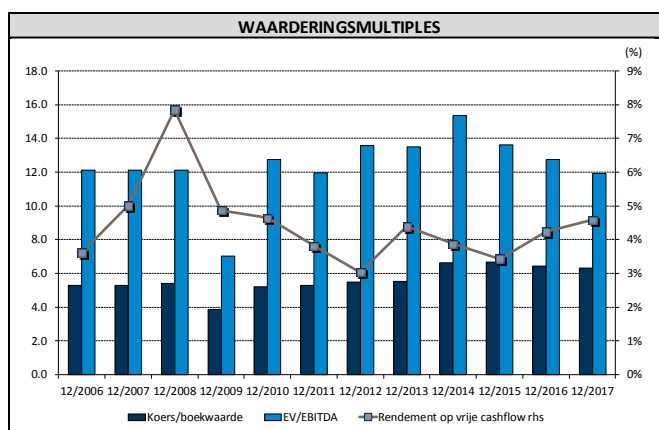
Topic



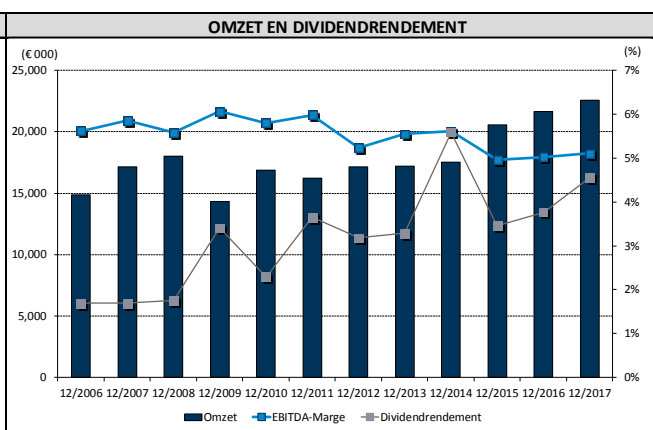
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		16,858	16,218	17,120	17,178	17,501	20,586	21,638	22,587
	<i>Jaarlijkse groei</i>	17.6%	-3.8%	5.6%	0.3%	1.9%	17.6%	5.1%	4.4%
Operationele winst (EBITDA)		978	970	897	953	982	1,021	1,087	1,154
	<i>Jaarlijkse groei</i>	12.5%	-0.8%	-7.5%	6.2%	3.0%	4.0%	6.4%	6.2%
	<i>marge</i>	5.8%	6.0%	5.2%	5.5%	5.6%	5.0%	5.0%	5.1%
Netto resultaat		601	601	485	597	633	659	718	770
	<i>Jaarlijkse groei</i>	28.7%	-	-19.3%	23.1%	6.0%	4.0%	9.0%	7.3%
	<i>marge</i>	3.6%	3.7%	2.8%	3.5%	3.6%	3.2%	3.3%	3.4%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		5,941	6,141	6,279	6,374	6,603	6,182	6,358	6,522
	Waarvan vlottende activa	1,331	1,103	1,083	1,255	1,170	-	-	-
Totale passiva		5,941	6,141	6,279	6,374	6,603	6,182	6,358	6,522
	Waarvan korte termijn schuld	49	44	36	21	13	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	58	43	32	24	17	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		10.12%	9.95%	7.79%	9.44%	9.76%	11.29%	10.65%	11.81%
Rendement op eigen vermogen		25.88%	25.32%	20.26%	24.20%	25.71%	29.96%	31.58%	32.99%
Winst per aandeel		4.49	5.08	4.19	4.73	5.27	5.53	6.02	6.43

Bron: Factset

Topic

Stora enso



Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers €	6.78
Koersdoel KBC AM €	6.00
Potentieel	-11.5%

Stora Enso Oyj Class R					
Finland	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Pulp & Paper	6.78	Koerswinst	57.2x	10.7x	9.7x
ISIN: FI0009005961	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.2x	1.0x	0.9x
52 Wk H/L: 11.0/ 5.7 (EUR)	4.6%	EV/EBITDA	8.1x	6.6x	6.0x
Market value (milj.): 5441.478	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	4.43%	4.63%	5.16%
OMX Nordic Helsinki	-8.9%	Omzetgroei (j/j)	-3.1%	-0.7%	1.6%

Bron: Factset

Beschrijving

Stora Enso, de grootste papierproducent van Europa, is een geïntegreerd hout- en papierbedrijf met activiteiten op het vlak van tijdschriften, krantenpapier, kopieerpapier, karton en hout. Stora Enso levert ook grote inspanningen om op kostenvlak de toon te zetten in de sector.

Opinie KBC AM

- Stora Enso rapporteerde iets slechter dan verwachte resultaten in het tweede kwartaal van 2015.
- Stora Enso is sterk afhankelijk van de ontwikkelingen op de Europese markt voor schrijf- en printpapier. Maar de vraag naar die papiersoort krimpt. Daardoor is er overcapaciteit en zijn de winstvooruitzichten zwak.
- Stora Enso wil zich daarom meer toeleggen op verpakkingspapier, een segment dat wel nog groeit. Het bedrijf heeft ervoor gekozen om via organische groei zijn positie in dit segment te versterken. Er was de voorbije jaren nochtans heel wat overnameactiviteit in dit segment. Maar Stora Enso bleef daarbij aan de zijlijn omdat het enkele jaren geleden beslist heeft om een nieuwe productie-eenheid voor verpakkingspapier te bouwen in Azië.
- Het rendement van die fabriek is evenwel structureel te laag. We hadden dan ook liever gezien dat Stora Enso had deelgenomen aan de consolidatiebeweging in de sector.
- We vrezen dat de winstvooruitzichten voor 2015 zwak blijven. Daarom raden we aan het aandeel af te bouwen.

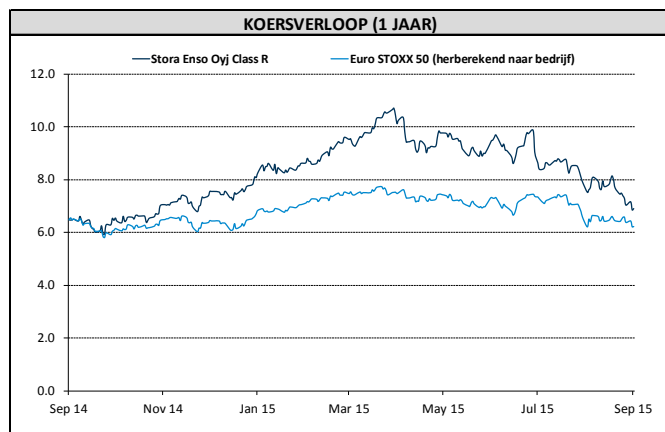
Sterktes

- Modern productieapparaat.
- Sterke marktpositie en sterke cliëntgerichtheid.
- Brede geografische spreiding.

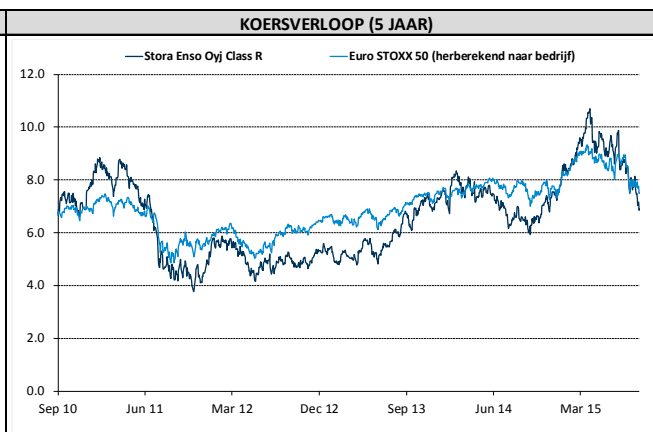
Zwaktes

- Beperkte uitbreidings- en groeimogelijkheden.
- Afhankelijkheid van de Europese economie
- Sterk afhankelijk van de wisselkoers van de USD.

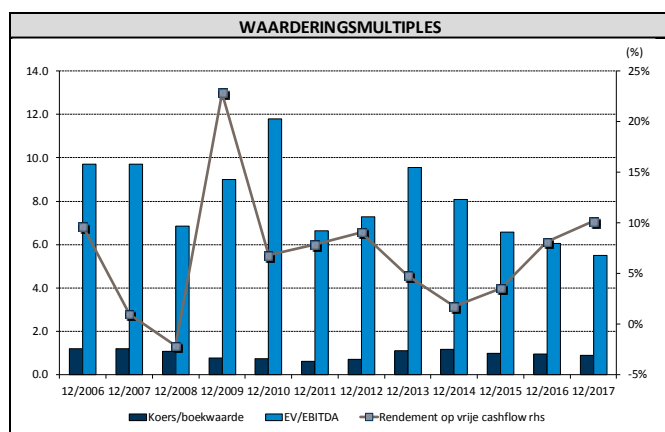
Topic



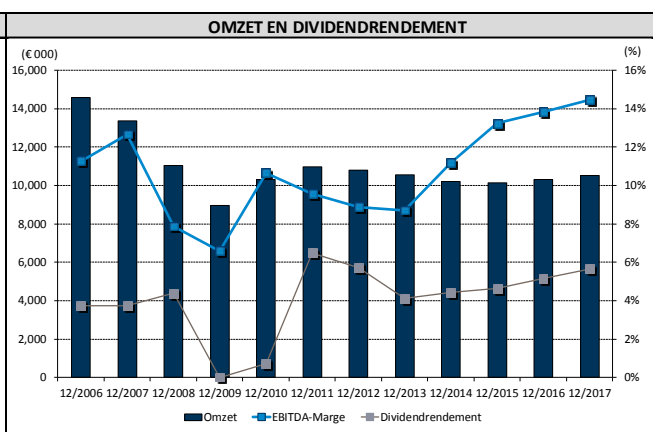
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		10,297	10,965	10,815	10,544	10,213	10,145	10,307	10,535
	Jaarlijkse groei	15.1%	6.5%	-1.4%	-2.5%	-3.1%	-0.7%	1.6%	2.2%
Operationele winst (EBITDA)		1,097	1,050	961	918	1,143	1,343	1,427	1,525
	Jaarlijkse groei	86.1%	-4.3%	-8.5%	-4.5%	24.5%	17.5%	6.2%	6.9%
	marge	10.7%	9.6%	8.9%	8.7%	11.2%	13.2%	13.8%	14.5%
Netto resultaat		766	340	481	-53	99	503	552	626
	Jaarlijkse groei	-187.1%	-55.7%	41.4%	-111.0%	-286.8%	408.2%	9.7%	13.3%
	marge	7.4%	3.1%	4.4%	-0.5%	1.0%	5.0%	5.4%	5.9%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		13,037	12,999	13,694	13,452	12,847	12,983	13,006	13,033
	Waarvan vlottende activa	1,111	1,139	1,850	2,065	1,446	-	-	-
Totale passiva		13,037	12,999	13,694	13,452	12,847	12,983	13,006	13,033
	Waarvan korte termijn schuld	752	1,034	793	1,049	1,100	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	3,259	3,339	4,341	3,702	3,530	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		6.22%	2.61%	3.60%	-0.39%	0.75%	4.25%	3.88%	4.80%
Rendement op eigen vermogen		13.52%	5.63%	8.25%	-0.97%	6.47%	9.36%	9.76%	10.39%
Winst per aandeel		0.62	0.71	0.40	0.43	0.12	0.63	0.70	0.79

Bron: Factset

Topic

Sony

SONY

Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers	JPY 3,030.00
Koersdoel KBC AM	JPY 2,700.00
Potentieel	-10.9%

Sony Corporation					
Japan	Koers (JPY)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Electronics/Appliances	3,030.00	Koerswinst	-	18.6x	14.7x
ISIN: JP3435000009	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.6x	1.4x	1.3x
52 Wk H/L: 3,970.0/ 1,782.0 (JPY)	59.8%	EV/EBITDA	3.2x	3.4x	2.5x
Market value (milj.): 3928395.3	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	-	0.79%	0.97%
Tokyo	22.5%	Omzetgroei (j/j)	6.1%	-99.9%	2.3%

Bron: Factset

Beschrijving

Sony is een belangrijke producent van consumentenelektronica, elektronisch materiaal, instrumenten en apparaten. PlayStation, BRAVIA HD LCD TV's en de Cybershot digitale camera's zijn de belangrijkste producten van Sony. Het bedrijf is georganiseerd rond vijf divisies: Elektronica, Spelletjes, Films, Financiële diensten en Overige. De productie van componenten en halfgeleiders is een belangrijke klemtoon van het bedrijf. Sony wil daarom de komende jaren fors investeren in de productie van lithiumbatterijen. Sony heeft een belang van 50% in Sony BMG, een joint venture met Bertelsmann Music Group. Met Sony Music Entertainment heeft het ook een eigen muziekbedrijf.

Opinie KBC AM

- Voor het lopende boekjaar (tot eind maart 2016) verwacht Sony een operationele winst te boeken van 320 miljard JPY (2,7 miljard USD). Voor de nettowinst mikt Sony op 140 miljard JPY. Het zou voor het eerst in drie jaar zijn dat Sony opnieuw winst maakt.
- Het ging Sony de afgelopen jaren niet voor de wind. De concurrentie onder de elektronica producenten is bikkelhard. Dat resulteert in lage marges of zelfs verlieslatende producten zoals LCD-tv's. Sony bleef achter in de smartphone- en tabletmarkt. Het is net het succes van die producten die zorgen voor een structurele vraagdruk in andere elektronica categorieën (foto toestellen, camcorders...). Lichtpunt is de divisie die sensoren maakt en die momenteel een erg sterke groei optekent.
- Om de problemen op te lossen kondigde het management grootscheepse kostenbesparingen aan. Het bedrijf sluit fabrieken en ontslaat duizenden werknemers. De nieuwe topman wil een kentering teweeg brengen. Alles hangt er van af of Sony in de toekomst met nieuwe productmodellen opnieuw enthousiasme voor het merk kan teweegbrengen.
- Door de twijfels over de toekomstige omzettingontwikkeling en over de precieze omvang van de kosten geven we het aandeel een 'afbouwen' aanbeveling mee.

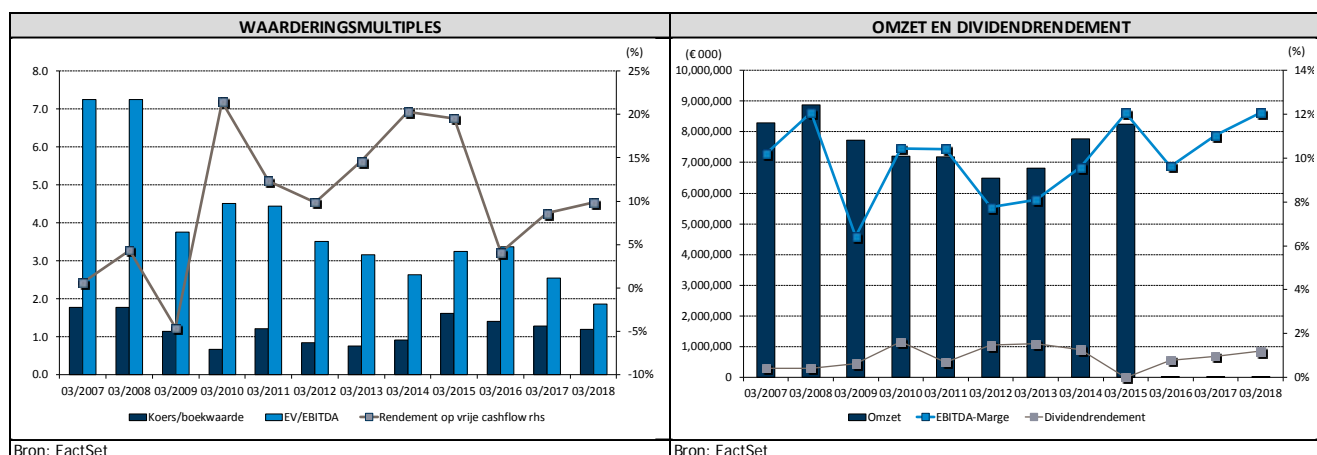
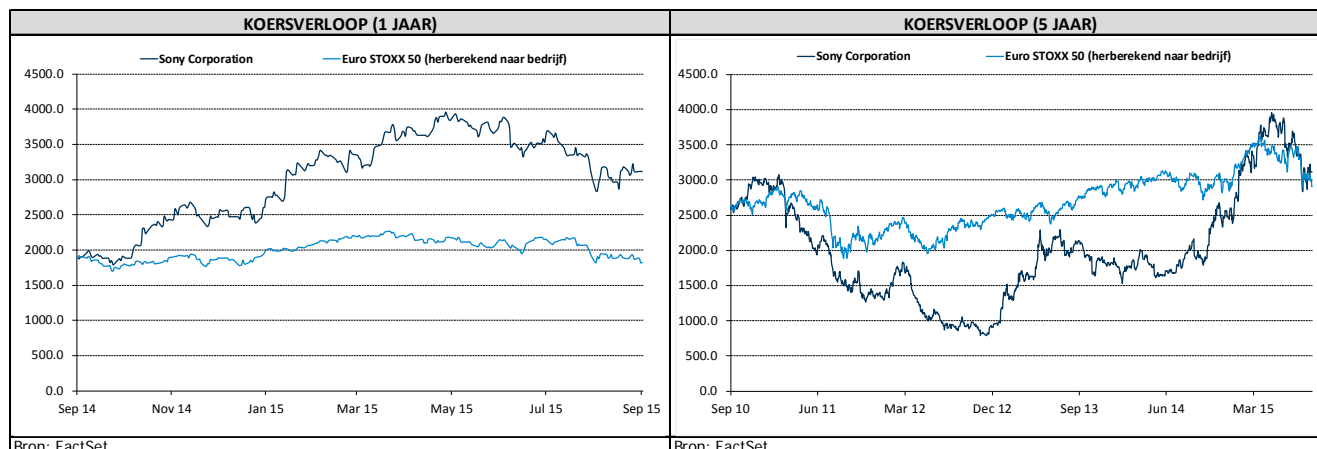
Sterktes

- Bekende merknaam.
- Marktleider in spelconsoles.

Zwaktes

- Dalende prijzen van consumentenelektronica.
- De belangrijkste afdelingen tekenen omzetzakten op.

Topic



Winst en verliesrekening								
	03/2011	03/2012	03/2013	03/2014	03/2015	03/2016	03/2017	03/2018
Omzet	7,181,273	6,493,212	6,807,706	7,766,366	8,236,525	8,118	8,306	8,500
<i>Jaarlijkse groei</i>	-0.5%	-9.6%	4.8%	14.1%	6.1%	-99.9%	2.3%	2.3%
Operationele winst (EBITDA)	747,867	503,258	551,818	744,003	992,531	782	917	1,026
<i>Jaarlijkse groei</i>	-0.8%	-32.7%	9.6%	34.8%	33.4%	-99.9%	17.3%	11.9%
<i>marge</i>	10.4%	7.8%	8.1%	9.6%	12.1%	9.6%	11.0%	12.1%
Netto resultaat	-259,585	-456,660	43,034	-128,369	-125,980	201	260	292
<i>Jaarlijkse groei</i>	536.2%	75.9%	-109.4%	-398.3%	-1.9%	-100.2%	29.1%	12.4%
<i>marge</i>	-3.6%	-7.0%	0.6%	-1.7%	-1.5%	2.5%	3.1%	3.4%

Balans								
	03/2011	03/2012	03/2013	03/2014	03/2015	03/2016	03/2017	03/2018
Activa	13,164,575	13,295,667	14,211,033	15,333,720	15,834,331	16,440	16,841	17,149
Waarvan vlottende activa	1,675,684	1,594,002	1,544,671	1,889,895	1,886,144	-	-	-
Totale passiva	13,164,575	13,295,667	14,211,033	15,333,720	15,834,331	16,440	16,841	17,149
Waarvan korte termijn schuld	163,351	410,361	244,182	377,754	221,525	-	-	-
Waarvan termijn schuld	812,235	762,226	938,428	916,648	712,087	-	-	-

Winstgevendheid								
	03/2011	03/2012	03/2013	03/2014	03/2015	03/2016	03/2017	03/2018
Rendement op activa	-1.99%	-3.45%	0.30%	-0.87%	-0.81%	1.54%	1.23%	1.70%
Rendement op eigen vermogen	-9.42%	-19.96%	1.97%	-5.77%	-5.60%	7.57%	8.78%	9.16%
Winst per aandeel	72.40	-588.15	-304.98	103.42	-154.21	162.85	206.81	232.94

Bron: Factset

Topic

Hennes & Mauritz



Aanbeveling		Afbouwen
Huidige koers	SEK	305.70
Koersdoel KBC AM	SEK	270.00
Potentieel		-11.7%

Hennes & Mauritz AB Class B					
Sweden	Koers (SEK)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Apparel/Footwear Retail	305.70	Koerswinst	26.5x	23.3x	21.3x
ISIN: SE0000106270	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	10.3x	8.7x	7.8x
52 Wk H/L: 368.5/ 269.6 (SEK)	-0.7%	EV/EBITDA	16.7x	14.3x	13.0x
Market value (milj.): 513734.34	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.19%	3.38%	3.64%
OMX Nordic Stockholm	-6.1%	Omzetgroei (j/j)	17.8%	20.2%	11.5%

Bron: Factset

Beschrijving

Hennes & Mauritz (H&M) is de tweede grootste Europese kledingverkoper. Het bedrijf ontwerpt en verkoopt dames-, heren- en kinderkleding. Daarnaast biedt het ook schoenen, accessoires en een eigen assortiment van cosmeticaproducten aan. De distributeur baat wereldwijd meer dan 1600 winkels uit in meer dan 30 landen.

Opinie KBC AM

- In het tweede kwartaal (tot en met mei 2015) steeg de omzet van H&M in lokale munt met 10%. De vergelijkbare verkoopgroei (d.i. zonder rekening te houden met nieuwe winkelopeningen) bedroeg 1,5%. De winst per aandeel lag 11% hoger dan een jaar geleden. Toch was dit beneden verwachting omdat H&M met hogere aankoop- en operationele kosten geconfronteerd werd. In 2015 plant H&M 400 winkelopeningen.
- Over het voorbije decennium kon het bedrijf de kosten drukken door de productie uit te besteden aan de lagelonenlanden van Zuidoost-Azië. Dat zorgde voor een verbreding van de bruto winstmarge, maar die marge bereikt zijn plafond. De toename van de lonen bij de toeleveranciers zal ertoe leiden dat de aankoopkosten de marge onder druk zetten. Op korte termijn weegt ook de sterke USD op de brutomarge aangezien H&M een belangrijk deel van zijn voorraden in die munt aankoopt.
- Daarnaast krijgt de onderneming alsmat meer te maken met concurrenten die het zakenmodel van H&M imiteren: het aanbieden van goedkope maar modieuze kleding. Bedrijven als Primark en Forever21. Maar zij nemen genoegen met een kleinere winstmarge, wat betekent dat H&M moet investeren in lagere prijzen om de concurrentie het hoofd te bieden. Ook dit zet dus de margestructuur onder druk.
- Tot nu toe blijft H&M het dominante uithangbord van de groep. De andere winkelconcepten (COS, Weekday, Monki,..) gooien op dit moment nog geen hoge ogen.
- We verwachten de komende twee jaar een jaarlijkse winstgroei tussen 5 à 10%, wat erg weinig is gegeven de hoge waardering van het aandeel. Als we rekening houden met de uitdagingen die op de onderneming afstevnen, geven we het aandeel een 'afbouwen' aanbeveling mee.

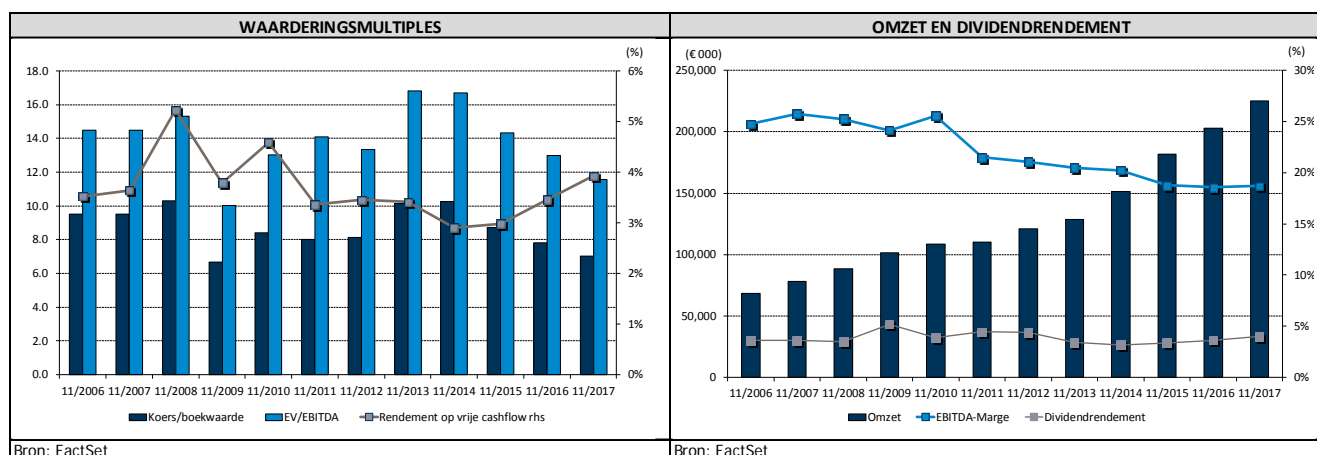
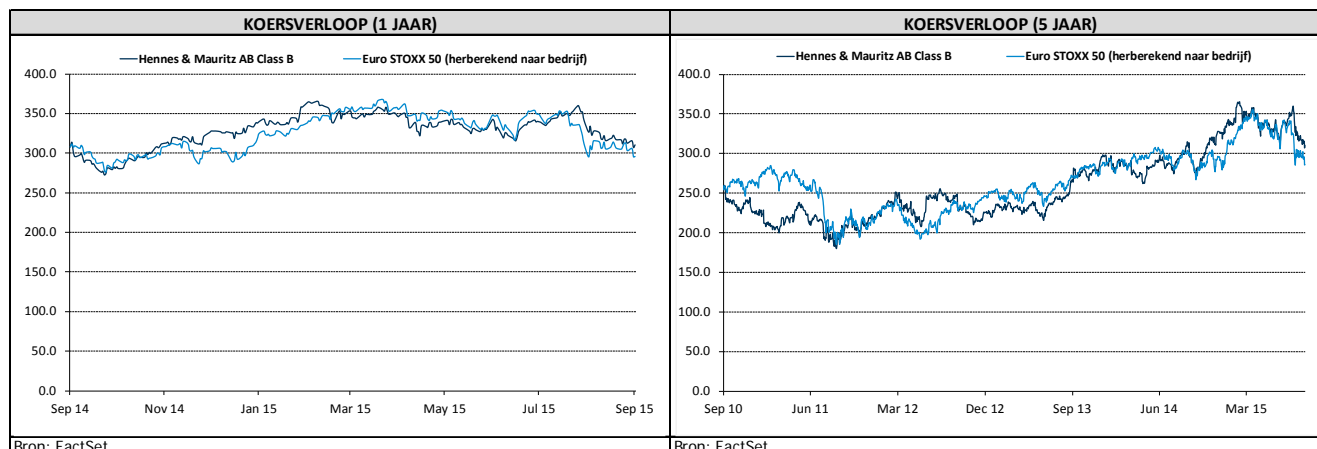
Sterktes

- H&M is de grootste verkoper van kleding in Europa.
- Het bedrijf heeft een hoge operationele marge.

Zwaktes

- H&M is sterk afhankelijk van de verkoop in Duitsland.
- Het bedrijf is gevoelig voor wisselkoersschommelingen.

Topic



Winst en verliesrekening									
		11/2010	11/2011	11/2012	11/2013	11/2014	11/2015	11/2016	11/2017
Omzet		108,483	109,999	120,799	128,562	151,419	181,980	202,920	224,871
	<i>Jaarlijkse groei</i>	7.0%	1.4%	9.8%	6.4%	17.8%	20.2%	11.5%	10.8%
Operationele winst (EBITDA)		27,720	23,641	25,459	26,359	30,628	34,167	37,689	42,067
	<i>Jaarlijkse groei</i>	13.3%	-14.7%	7.7%	3.5%	16.2%	11.6%	10.3%	11.6%
	<i>marge</i>	25.6%	21.5%	21.1%	20.5%	20.2%	18.8%	18.6%	18.7%
Netto resultaat		18,681	15,821	16,867	17,152	19,976	21,716	23,652	26,318
	<i>Jaarlijkse groei</i>	14.0%	-15.3%	6.6%	1.7%	16.5%	8.7%	8.9%	11.3%
	<i>marge</i>	17.2%	14.4%	14.0%	13.3%	13.2%	11.9%	11.7%	11.7%

Balans									
		11/2010	11/2011	11/2012	11/2013	11/2014	11/2015	11/2016	11/2017
Activa		59,182	60,188	60,173	65,676	75,597	84,712	93,761	104,511
	Waarvan vlottende activa	24,858	21,277	17,143	17,224	16,693	-	-	-
Totale passiva		59,182	60,188	60,173	65,676	75,597	84,712	93,761	104,511
	Waarvan korte termijn schuld	-	-	-	-	-	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	-	-	-	-	-	-	-	-

Winstgevendheid									
		11/2010	11/2011	11/2012	11/2013	11/2014	11/2015	11/2016	11/2017
Rendement op activa		32.91%	26.51%	28.03%	27.26%	28.28%	25.23%	25.63%	25.18%
Rendement op eigen vermogen		44.07%	35.84%	38.36%	38.51%	38.50%	37.52%	36.68%	36.65%
Winst per aandeel		11.69	9.64	10.23	10.17	11.70	13.14	14.32	15.92

Bron: Factset

Topic

Eni



Aanbeveling		Afbouwen
Huidige koers	€	13.69
Koersdoel KBC AM	€	12.00
Potentieel		-12.3%

Eni S.p.A.					
Italy	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Integrated Oil	13.69	Koerswinst	40.3x	27.9x	19.2x
ISIN: IT0003132476	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.9x	0.8x	0.8x
52 Wk H/L: 18.9/ 13.0 (EUR)	-24.2%	EV/EBITDA	3.4x	4.3x	3.7x
Market value (milj.): 50560.008	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	8.18%	5.84%	5.85%
Milan	-5.7%	Omzetgroei (j/j)	-4.2%	-21.6%	3.7%

Bron: Factset

Beschrijving

Het Italiaanse ENI is actief in de olie- en gassector van bron tot pomp. De oliemaatschappij met de Italiaanse overheid als hoofdaandeelhouder (30% belang) werd opgericht in 1953 en heeft als logo een fictieve hond met zes poten. De raffinage- en marketingdivisie staat in voor het grootste deel van de omzet (43% in 2014) met raffinaderijen in Italië en tankstations in Italië en verschillende Centraal-Europese landen. De divisie 'Exploratie & Productie' is de meest winstgevendende activiteit en was in 2014 goed voor 22% van de omzet. ENI boort naar olie en gas in onder meer de Noordzee, Noord-Afrika, Congo, Angola, Mozambique en Kazachstan. De afdeling 'Gas & Power' (21% van de omzet in 2014) verkoopt gas en elektriciteit in Italië en verschillende andere Europese landen waaronder ook België (sinds de overname van Distrigas en Nuon België). Verder telt ENI ook nog activiteiten in 'Engineering & Construction' (via het belang van 42% die het aanhoudt in oliedienstenbedrijf Saipem) en is het ook actief in de petrochemie.

Opinie KBC AM

- Als gevolg van de fors lagere olieprijs kromp de aangepaste nettowinst van ENI over het tweede kwartaal van 2015 tot 139 miljoen EUR, tegenover nog 883 miljoen EUR een jaar eerder. De traditioneel zwakke downstreampoot (raffinage, petrochemie en distributie van brandstoffen) presteerde sterk dankzij hogere raffinagemarges. De productie lag 11% hoger dan een jaar eerder dankzij de opstart van nieuwe projecten, maar de winst van de productietak halveerde. ENI moest een serieus verlies slikken in zijn dienstentak (via Saipem).
- ENI heeft een grote blootstelling aan geopolitiek onstabiele regio's (zoals Libië) en kampt met oplopende kosten en vertragingen in het belangrijke Kashaganproject (in Kaspische Zee). De vooropgestelde productiegroei van 5% op langere termijn is naar onze mening té ambitieus. Dat is zeker zo als we rekening houden met een investeringsbudget dat 17% lager ligt dan in 2015.
- ENI heeft de jongste jaren zijn balans versterkt en de bedrijfsstructuur vereenvoudigd door de verkoop van de belangen in onder meer gasnetwerkbeheerder Snam. Er blijft echter nog veel werk aan de winkel.
- Zelfs bij olieprijsen hoger dan 100 dollar per vat volstonden de operationele kasstromen van ENI niet om de investeringen en het dividend te betalen. Het gat moet worden gevuld met schulden en de verkoop van activa.
- In maart 2015 was ENI de eerste oliereus die het dividend verlaagde (met 30% tot 0,80 EUR per aandeel).

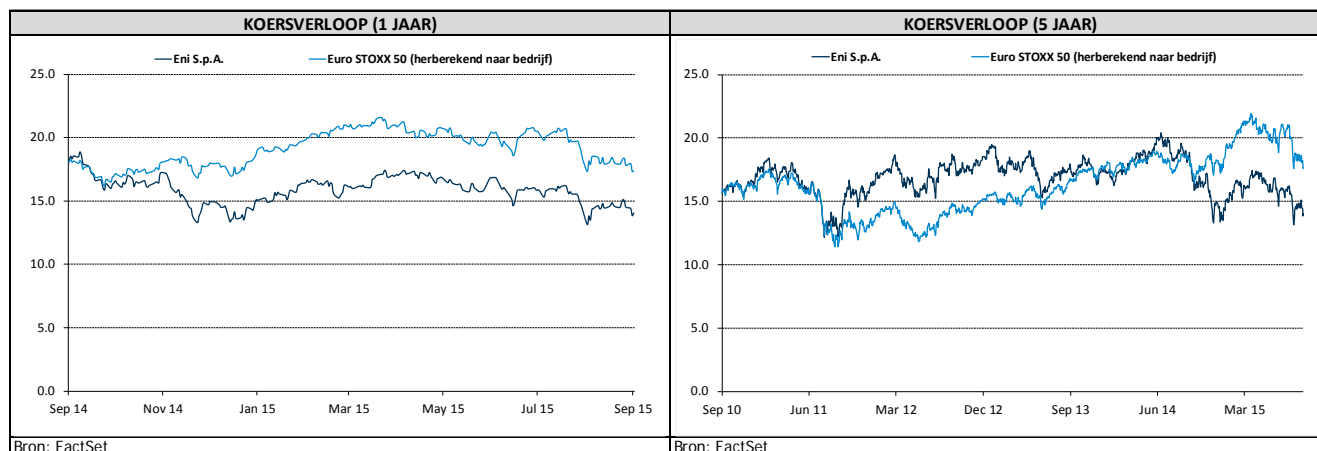
Sterktes

- Sterke reputatie in het vinden van nieuwe olie-en gasvelden.
- Sterke marktpositie in Italië.

Zwaktes

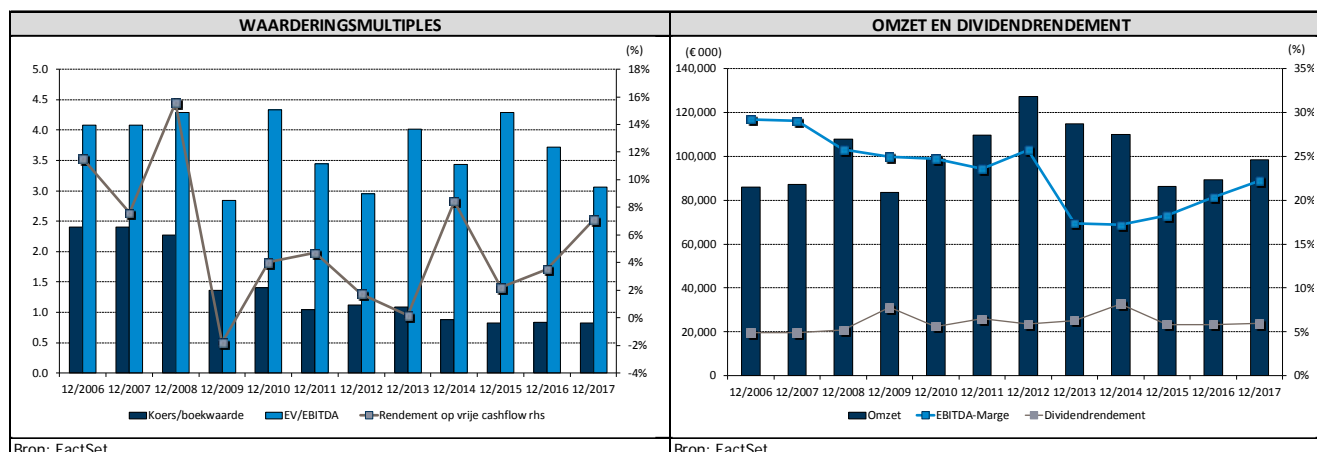
- Hoge blootstelling aan geopolitiek onstabiele regio's.
- Zakkere raffinage- en chemiepoot in vergelijking met de concurrentie.
- Minder sterke balans in vergelijking met andere oliereuzen.

Topic



Bron: FactSet

Bron: FactSet



Bron: FactSet

Bron: FactSet

Winst en verliesrekening								
	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet	98,864	109,589	127,220	114,722	109,847	86,155	89,343	98,382
Jaarlijkse groei	18.4%	10.8%	16.1%	-9.8%	-4.2%	-21.6%	3.7%	10.1%
Operationele winst (EBITDA)	24,466	25,883	32,711	19,928	18,876	15,714	18,183	21,867
Jaarlijkse groei	17.4%	5.8%	26.4%	-39.1%	-5.3%	-16.8%	15.7%	20.3%
marge	24.7%	23.6%	25.7%	17.4%	17.2%	18.2%	20.4%	22.2%
Netto resultaat	6,318	6,860	7,788	5,160	1,291	1,589	2,628	3,871
Jaarlijkse groei	44.7%	8.6%	13.5%	-33.7%	-75.0%	23.0%	65.4%	47.3%
marge	6.4%	6.3%	6.1%	4.5%	1.2%	1.8%	2.9%	3.9%

Balans								
	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa	131,860	142,945	139,878	138,341	146,207	143,544	141,758	142,231
Waarvan vlottende activa	2,767	3,481	9,065	11,376	15,838	-	-	-
Totale passiva	131,860	142,945	139,878	138,341	146,207	143,544	141,758	142,231
Waarvan korte termijn schuld	7,478	6,495	5,184	4,891	6,575	-	-	-
Waarvan termijn schuld	20,305	23,102	19,279	20,988	19,316	-	-	-

Winstgevendheid								
	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa	5.07%	4.99%	2.97%	3.71%	0.91%	1.85%	1.11%	2.72%
Rendement op eigen vermogen	12.99%	12.86%	7.33%	8.80%	6.27%	2.96%	4.32%	6.34%
Winst per aandeel	1.78	1.69	2.11	2.01	0.84	0.49	0.71	1.06

Bron: Factset

Topic

Compagnie de Saint-Gobain



Aanbeveling		Afbouwen
Huidige koers	€	37.88
Koersdoel KBC AM	€	35.00
Potentieel		-7.6%

Compagnie de Saint-Gobain SA					
France	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Building Products	37.88	Koerswinst	20.6x	16.0x	13.3x
ISIN: FR0000125007	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.1x	1.1x	1.1x
52 Wk H/L: 44.8/ 29.5 (EUR)	5.7%	EV/EBITDA	6.7x	6.6x	5.9x
Market value (mil.): 22335.453	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.27%	3.32%	3.42%
Euronext Paris	7.6%	Omzetgroei (j/j)	-2.3%	-0.3%	3.9%

Bron: Factset

Beschrijving

Saint Gobain is een Franse fabrikant en verdeler van bouwmaterialen, met een aanwezigheid in meer dan 50 landen. De groep is georganiseerd in vijf divisies: Bouwdistributie, Hoogwaardige materialen, Vlakglas, Verpakking en Bouwproducten.

Opinie KBC AM

- Saint-Gobain kon in het tweede kwartaal de verwachtingen inlossen. We zien evenwel dat de omzet in Europa onder druk blijft.
- We vrezen dat de omzet onder druk blijft. In een omgeving van zwakke omzetgroei verwachten we tevens dat de prijzen zullen dalen. Dat scenario wordt volgens ons door de markt sterk onderschat. De winstbijstellingen zullen negatief blijven. Het aandeel noteert nog altijd met een premie ten opzichte van de sectorgenoten en zijn historische waardering.
- Als we alles op een rij zetten, behouden we onze afbouwen-aanbeveling.

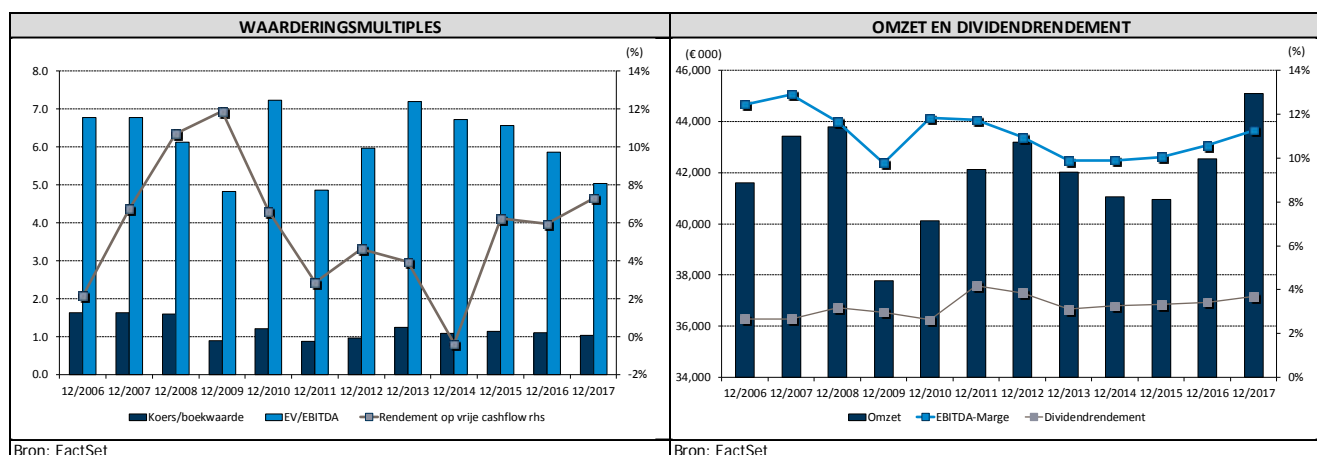
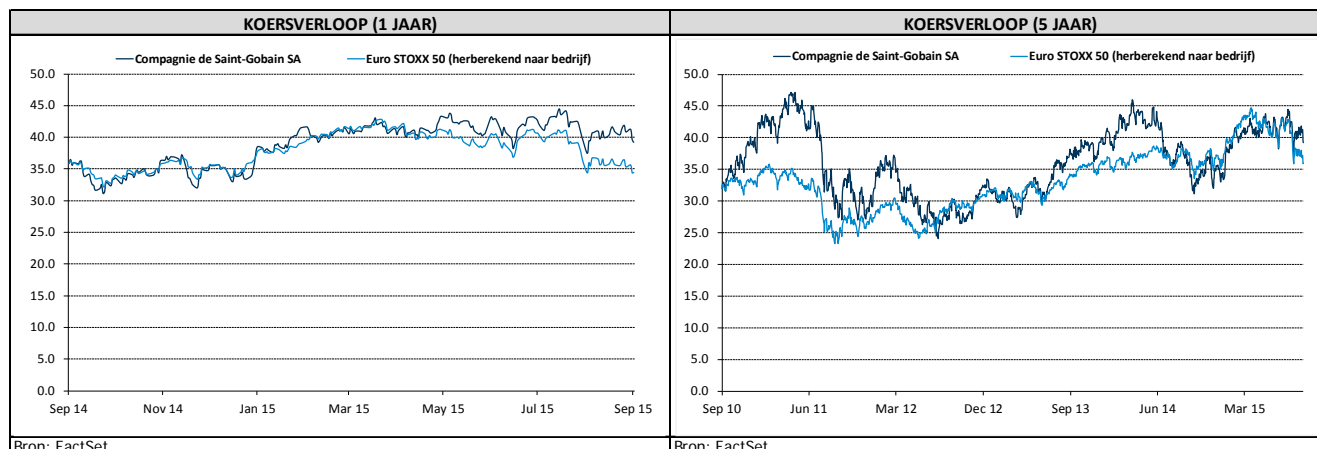
Sterktes

- Synergiën tussen de afdelingen Building distribution, Construction products en Innovative Materials.
- Goed distributiesysteem, vooral binnen Europa.
- Veel opwaarts potentieel bij een herstel van de bouwmarkten.

Zwaktes

- Aanhoudende schadeclaims voortvloeiend uit asbest gerelateerde gerechtszaken.
- Sterke afhankelijkheid van Europa.

Topic



Winst en verliesrekening								
		12/2010	12/2011	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		40,119	42,116	43,198	42,025	41,054	40,943	45,096
	<i>Jaarlijkse groei</i>	6.2%	5.0%	2.6%	-2.7%	-2.3%	-0.3%	6.0%
Operationele winst (EBITDA)		4,743	4,945	4,731	4,151	4,065	4,112	5,080
	<i>Jaarlijkse groei</i>	28.5%	4.3%	-4.3%	-12.3%	-2.1%	1.2%	13.0%
	<i>marge</i>	11.8%	11.7%	11.0%	9.9%	9.9%	10.0%	11.3%
Netto resultaat		1,129	1,284	766	595	953	1,243	1,853
	<i>Jaarlijkse groei</i>	458.9%	13.7%	-40.3%	-22.3%	60.2%	30.4%	21.1%
	<i>marge</i>	2.8%	3.0%	1.8%	1.4%	2.3%	3.0%	4.1%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		43,997	46,234	47,534	45,615	44,804	45,651	47,969	49,326
	Waarvan vlottende activa	2,762	2,949	4,179	4,391	3,493	-	-	-
Totale passiva		43,997	46,234	47,534	45,615	44,804	45,651	47,969	49,326
	Waarvan korte termijn schuld	2,108	2,718	3,081	2,519	2,004	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	7,639	8,170	9,566	9,360	8,673	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		2.59%	2.85%	1.48%	1.28%	2.11%	3.19%	2.72%	3.76%
Rendement op eigen vermogen		6.68%	7.20%	3.93%	3.40%	6.12%	7.17%	8.30%	9.33%
Winst per aandeel		1.13	2.67	1.94	1.12	1.68	2.37	2.84	3.40

Bron: Factset

Topic

Advanced Micro Devices



Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers \$	1.70
Koersdoel KBC AM \$	1.60
Potentieel	-5.9%

Advanced Micro Devices, Inc.					
United States	Koers (USD)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Semiconductors	1.70	Koerswinst	-	-	-
ISIN: US0079031078	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	11.0x	-	-
52 Wk H/L: 3.7/ 1.6 (USD)	-53.9%	EV/EBITDA	8.6x	-	26.0x
Market value (milj.): 1324.602	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	-	-	-
NASDAQ	-36.3%	Omzetgroei (j/j)	3.9%	-27.8%	1.9%

Bron: Factset

Beschrijving

Advanced Micro Devices (AMD) is een van de grootste fabrikanten van halfgeleiders. Het bedrijf bestaat uit drie divisies: Computing Solutions, Graphics en Overige. Het productaanbod van AMD omvat microprocessors, flash memory apparaten en ingebouwde microprocessors. In oktober 2008 heeft het bedrijf zijn activiteiten opgesplitst over twee entiteiten. De ene entiteit ontwerpt halfgeleiders, de andere produceert ze.

Opinie KBC AM

- AMD rapporteerde zeer zwakke cijfers over het tweede kwartaal van 2015. Zo daalde de omzet met 8% ten opzichte van het vorige kwartaal. Het nettoverlies bedroeg 181 miljoen USD. De vooruitzichten voor het volgende kwartaal zijn eveneens lager dan verwacht.
- AMD lijdt onder de wereldwijde zwakke vraag naar pc's. Daarnaast verliest het bedrijf al enkele jaren marktaandeel aan Intel op de pc-markt. Op de lucratieve servermarkt heeft AMD nog nauwelijks 1% marktaandeel.
- AMD richt zich nu volop op de fabrikanten van gameconsoles (Microsoft, Sony) om het verlies van inkomsten uit de pc-sector op te vangen. Maar ook voor die markt lijken de groeivoorzichten beperkt.
- We behouden onze 'afbouwen' aanbeveling voor het aandeel gegeven de structurele zwakte van de pc-markt.

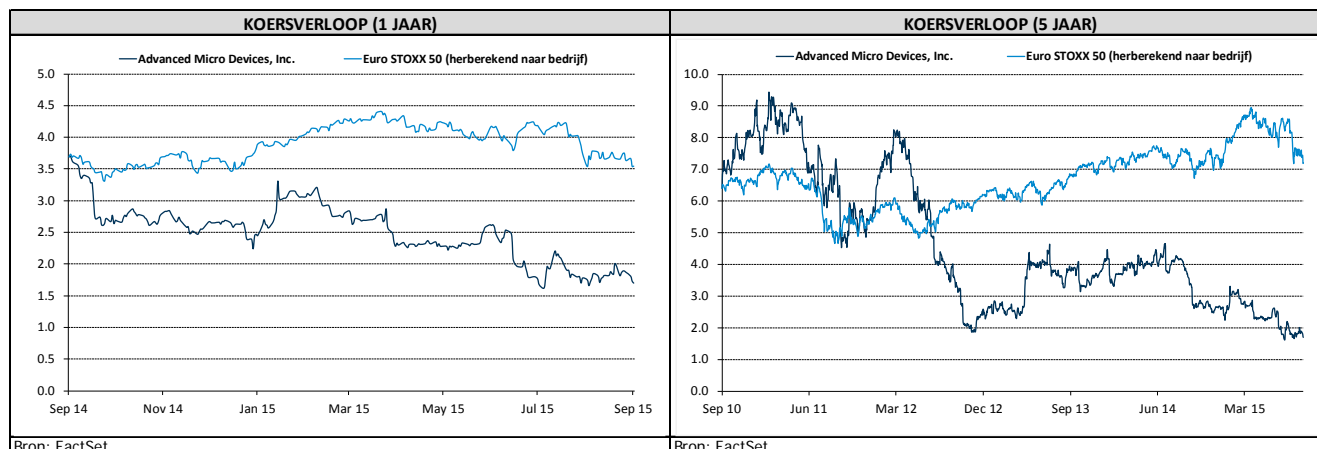
Sterktes

- Doorbraak op de spelconsole markt.

Zwaktes

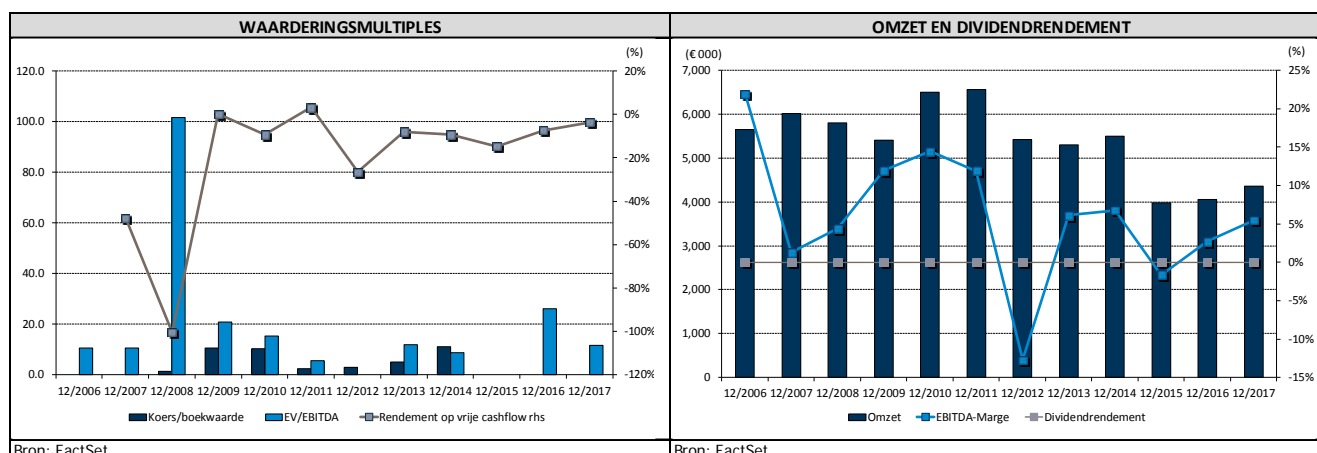
- AMD lijdt onder de zwakke consumenten pc verkopen.
- Grote achterstand op de pc-markt tegenover Intel
- Minder innovatief dan Intel.

Topic



Bron: FactSet

Bron: FactSet



Bron: FactSet

Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		6,494	6,568	5,422	5,299	5,506	3,975	4,052	4,362
	<i>Jaarlijkse groei</i>	20.2%	1.1%	-17.4%	-2.3%	3.9%	-27.8%	1.9%	7.7%
Operationele winst (EBITDA)		939	780	(690)	324	372	(65)	111	239
	<i>Jaarlijkse groei</i>	45.6%	-16.9%	-188.5%	-147.0%	14.8%	-117.6%	-269.5%	115.4%
	<i>marge</i>	14.5%	11.9%	-12.7%	6.1%	6.8%	-1.6%	2.7%	5.5%
Netto resultaat		471	491	-1,183	-83	-403	-517	-277	-130
	<i>Jaarlijkse groei</i>	54.9%	4.2%	-340.9%	-93.0%	385.5%	28.2%	-46.4%	-53.2%
	<i>marge</i>	7.3%	7.5%	-21.8%	-1.6%	-7.3%	-13.0%	-6.8%	-3.0%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		4,964	4,954	4,000	4,337	3,767	3,168	2,996	2,738
	Waarvan vlottende activa	1,789	1,765	1,002	1,097	1,040	-	-	-
Totale passiva		4,964	4,954	4,000	4,337	3,767	3,168	2,996	2,738
	Waarvan korte termijn schuld	233	489	5	60	177	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	2,188	1,527	2,037	1,998	2,035	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		6.71%	9.98%	-26.42%	-1.99%	-9.95%	-9.24%	-16.31%	-4.73%
Rendement op eigen vermogen		56.71%	38.03%	-111.18%	-15.34%	25.29%	-	-	-
Winst per aandeel		1.86	1.40	-1.20	-0.86	0.06	-0.47	-0.27	-0.08

Bron: Factset

Topic

ABB



Aanbeveling	Verkopen
Huidige koers CHF	16.79
Koersdoel KBC AM CHF	16.00
Potentieel	-4.7%

ABB Ltd.					
Switzerland	Koers (CHF)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Industrial Conglomerates	16.79	Koerswinst	20.4x	15.4x	13.3x
ISIN: CH0012221716	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	3.0x	2.5x	2.4x
52 Wk H/L: 22.3/ 16.8 (CHF)	-22.3%	EV/EBITDA	10.6x	8.4x	7.7x
Market value (milj.): 37818.266	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	4.49%	4.49%	4.66%
SIX Swiss	-20.6%	Omzetgroei (j/j)	-6.0%	-1.8%	2.4%

Bron: Factset

Beschrijving

ABB is een wereldspeler op het vlak van infrastructuurgoederen voor elektrische drijfkracht en automatisering. Zijn divisie Drijfkracht levert uitrusting en diensten voor de transmissie en de distributie van elektrische stroomvoorziening. De divisie Automatisering levert uitrusting voor het bewaken en beheersen van de stroomvoorziening in industriële processen en van transmissienetwerken. De groep is in meer dan 100 landen actief

Opinie KBC AM

- We verwachten dat voor de sector Europese kapitaalgoederen 2015 een uitdagend jaar wordt. Het fundamentele probleem waar de sector mee kampt, is een gebrek aan economische groei. De lage groei zorgt er ook voor dat er terug wordt gestreden voor marktaandeel, waardoor de prijzen onder druk komen.
- In het algemeen heeft ABB een grote blootstelling aan de investeringsbudgetten van grondstoffengerelateerde sectoren (olie, mijnbouw) en elektriciteitsbedrijven.
- De stevige daling van de olieprijs zet nu ook de investeringsbudgetten binnen de energiesector stevig onder druk. De energiemarkt was in 2014 nog een sterkhouders.
- Tijdens de investeerdersdag in december heeft het management volgens ons de kans gemist op een grondigere herpositionering van het bedrijf naar een pure automatiseringsspelers. ABB zal er in 2020 grosso modo hetzelfde uitzien.
- Analistenverwachtingen zijn nog altijd te hoog, en het aandeel is nog altijd duur gewaardeerd. We verkopen het aandeel.

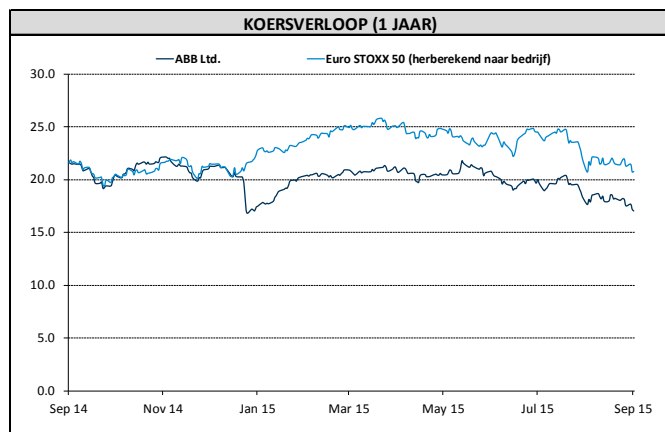
Sterktes

- Eerste constructeur van infrastructuur voor elektriciteitsnetwerken ter wereld.
- Sterke speler op gebied van het automatiseren van productieprocessen.
- Mooie geografische spreiding van zijn activiteiten.

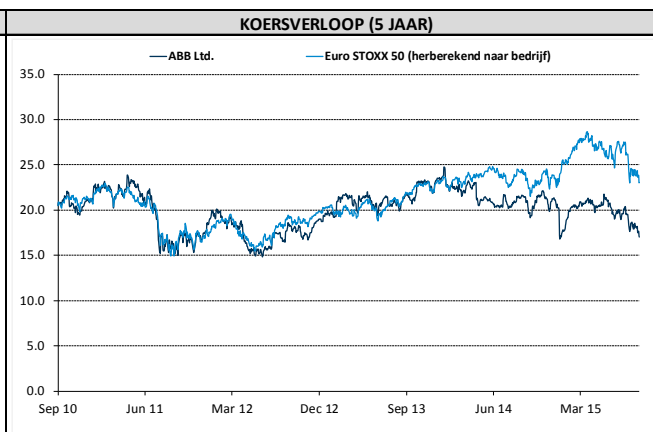
Zwaktes

- Vraag naar infrastructuurgoederen heel gevoelig voor conjunctuurschommelingen.
- Concurrentie vanuit Azië.

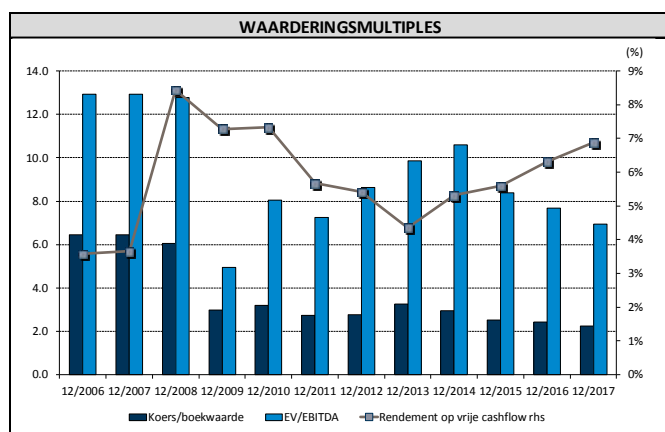
Topic



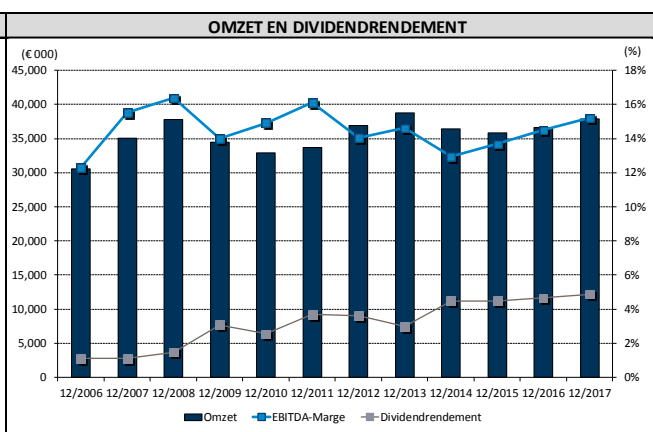
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		32,922	33,681	36,905	38,790	36,461	35,798	36,652	37,848
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-4.6%	2.3%	9.6%	5.1%	-6.0%	-1.8%	2.4%	3.3%
Operationele winst (EBITDA)		4,911	5,426	5,188	5,667	4,716	4,900	5,318	5,752
	<i>Jaarlijkse groei</i>	1.6%	10.5%	-4.4%	9.2%	-16.8%	3.9%	8.5%	8.2%
	<i>marge</i>	14.9%	16.1%	14.1%	14.6%	12.9%	13.7%	14.5%	15.2%
Netto resultaat		2,671	2,808	2,537	2,584	2,375	2,285	2,625	2,920
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-14.7%	5.1%	-9.6%	1.8%	-8.1%	-3.8%	14.9%	11.2%
	<i>marge</i>	8.1%	8.3%	6.9%	6.7%	6.5%	6.4%	7.2%	7.7%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		34,109	37,341	45,197	43,077	44,906	42,366	42,912	43,836
	Waarvan vlottende activa	8,272	5,462	7,917	5,767	6,725	-	-	-
Totale passiva		34,109	37,341	45,197	43,077	44,906	42,366	42,912	43,836
	Waarvan korte termijn schuld	972	715	2,322	403	351	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	1,062	3,021	6,896	6,732	7,291	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		7.55%	7.84%	6.14%	5.93%	5.35%	6.12%	5.39%	6.66%
Rendement op eigen vermogen		18.90%	19.57%	16.76%	16.32%	16.48%	16.46%	18.34%	19.07%
Winst per aandeel		1.11	1.19	1.19	1.16	0.96	1.09	1.26	1.42

Bron: Factset

Topic

Deutsche Telekom



Aanbeveling		Afbouwen
Huidige koers	€	15.33
Koersdoel KBC AM	€	14.00
Potentieel		-8.7%

Deutsche Telekom AG					
Germany	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Major Telecommunications	15.33	Koerswinst	20.4x	20.7x	17.8x
ISIN: DE0005557508	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	2.4x	2.3x	2.3x
52 Wk H/L: 17.6/ 10.1 (EUR)	28.5%	EV/EBITDA	7.1x	6.2x	5.9x
Market value (milj.): 71880.09	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.26%	3.52%	3.88%
Xetra	15.7%	Omzetgroei (j/j)	4.2%	10.0%	2.3%

Bron: Factset

Beschrijving

Deutsche Telekom is één van de grootste geïntegreerde telecomoperatoren ter wereld. Het bedrijf is actief in drie domeinen: breedband/vaste netwerken, mobiele communicatie en het bedrijvensegment. Door het gebruik van een nieuw platform wil Deutsche Telekom zijn breedband- en internetdiensten versterken. Het wil onder meer zijn klanten warm maken voor internettelevisie.

Opinie KBC AM

- De resultaten van Deutsche Telekom over het tweede kwartaal van 2015 waren iets beter dan verwacht.
- De Europese telecomsector is volop aan het consolideren. Op de Duitse mobiele markt zijn er nu nog drie in plaats van vier grote spelers actief. Dat is goed nieuws voor Deutsche Telekom. Hoe minder spelers er op een markt actief zijn, hoe groter het gemiddeld marktaandeel en hoe meer elke speler te verliezen heeft bij een krimp van de totale waarde van de telecommarkt. Vandaar dat de concurrentie op een meer geconsolideerde markt doorgaans minder hevig is en de operatoren winstgeverder zijn.
- T-Mobile US wint marktaandeel in de VS. Dit gaat evenwel ten koste van de winstmarges. Daarnaast stijgt de concurrentie op de Amerikaanse markt omdat andere spelers het verlies aan marktaandeel proberen tegen te gaan.
- Als Deutsche Telekom een concurrentieel breedbandinternetproduct aan zijn klanten wilt aanbieden, moet het investeren in een netwerk dat (deels) bestaat uit glasvezelkabel. Tegenover die dure investeringen, verwachten we echter maar betrekkelijk weinig bijkomende inkomsten. De Duitse kabelbedrijven zullen namelijk marktaandeel blijven winnen omdat hun product sneller en goedkoper is. We bouwen het aandeel dan ook af.

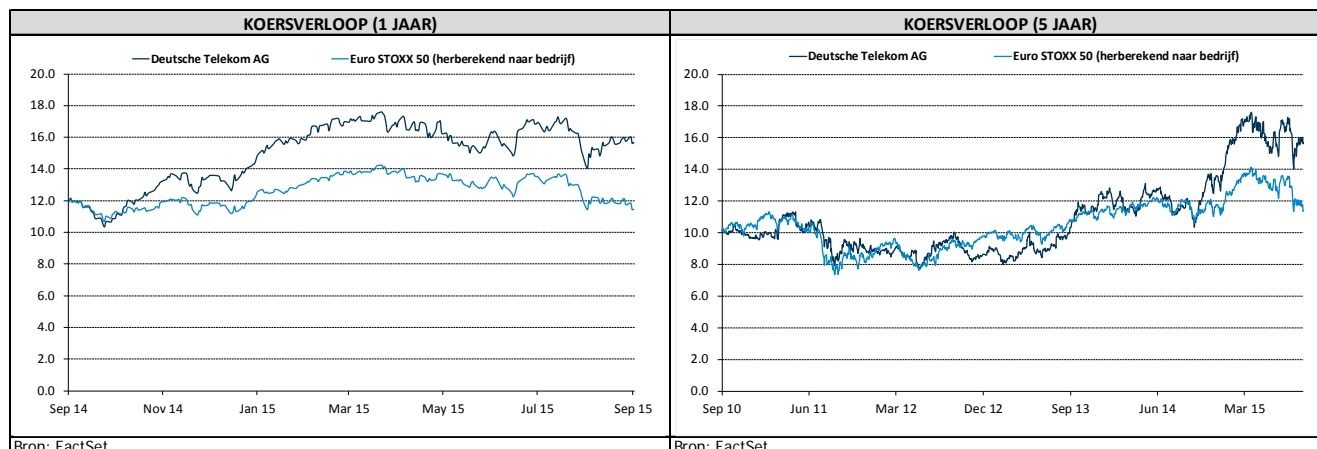
Sterktes

- Is binnen Europa een toonaangevende geïntegreerde operator.
- Sterke marktpositie in mobiele telefonie in Duitsland.

Zwaktes

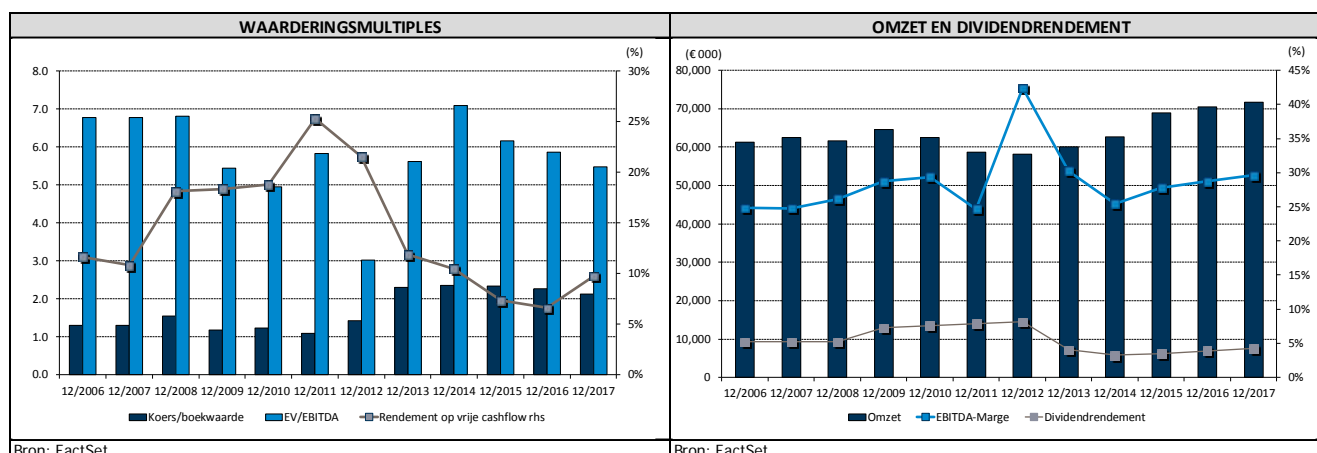
- Hoge schuldgraad.
- Concurrentie van kabelmaatschappijen neemt toe.
- Onvoldoende schaalgrootte in de VS.

Topic



Bron: FactSet

Bron: FactSet



Bron: FactSet

Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		62,421	58,653	58,169	60,132	62,658	68,937	70,539	71,712
	Jaarlijkse groei	-3.4%	-6.0%	-0.8%	3.4%	4.2%	10.0%	2.3%	1.7%
Operationele winst (EBITDA)		18,343	14,474	24,658	18,199	15,964	19,161	20,258	21,233
	Jaarlijkse groei	-1.1%	-21.1%	70.4%	-26.2%	-12.3%	20.0%	5.7%	4.8%
Netto resultaat	marge	29.4%	24.7%	42.4%	30.3%	25.5%	27.8%	28.7%	29.6%
		1,695	557	-5,255	930	2,924	2,899	3,545	4,205
	Jaarlijkse groei	380.2%	-67.1%	-1043.4%	-117.7%	214.4%	-0.8%	22.3%	18.6%
	marge	2.7%	0.9%	-9.0%	1.5%	4.7%	4.2%	5.0%	5.9%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		127,812	122,542	107,942	118,148	129,360	131,496	134,517	138,001
	Waarvan vlottende activa	3,013	4,618	4,328	8,368	7,867	-	-	-
Totale passiva		127,812	122,542	107,942	118,148	129,360	131,496	134,517	138,001
	Waarvan korte termijn schuld	8,513	8,730	7,726	6,036	8,616	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	38,375	37,458	34,477	42,147	44,556	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		1.33%	0.44%	-4.65%	0.82%	2.36%	2.64%	2.20%	3.05%
Rendement op eigen vermogen		4.56%	1.52%	-17.49%	3.73%	9.39%	11.28%	12.66%	13.81%
Winst per aandeel		0.52	0.31	-1.72	0.57	0.50	0.74	0.86	1.00

Bron: Factset

Topic

Caterpillar



Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers \$	70.20
Koersdoel KBC AM \$	65.00
Potentieel	-7.4%

Caterpillar Inc.					
United States	Koers (USD)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Trucks/Construction/Farm Machinery	70.20	Koerswinst	15.6x	14.2x	15.5x
ISIN: US1491231015	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	3.3x	2.7x	2.6x
52 Wk H/L: 107.1/ 70.2 (USD)	-29.8%	EV/EBITDA	9.0x	6.3x	6.1x
Market value (milj.): 42304.805	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.40%	3.96%	4.12%
NYSE	-23.3%	Omzetgroei (j/j)	-0.8%	-11.3%	-1.2%

Bron: Factset

Beschrijving

Caterpillar is de grootste producent van grondverzetmachines. Het bedrijf maakt ook machines voor bouw en mijnbouw en het fabriceert diesel- en gasmotoren en industriële gasturbines. Het verhuurt ook machines via een wereldwijd netwerk van verhuurkantoren.

Opinie KBC AM

- De fabrikant van zware mijnbouwtrucks, graafmachines en bulldozers miste over het tweede kwartaal de analistenverwachtingen. De winst viel met een derde terug ten opzichte van een jaar eerder onder meer vanwege een zwakkere vraag vanuit de mijnbouw en energiesector. Caterpillar verlaagt ook zijn omzetverwachting met 1 miljard USD voor 2015.
- De omzet zal in 2015 voor het vierde opéénvolgende jaar dalen. We vrezen dat de dalende verkoop zal leiden tot prijsdruk. Spelers die groei nastreven zullen marktaandeel proberen te winnen.
- Caterpillar heeft de jongste 2 jaren zijn resultaten kunnen opsmukken dankzij stevige kostenbesparingsplannen. We vrezen echter dat de positieve effecten van de kostenbesparingen stilaan over hun piek heen zijn.
- De omwenteling van de Chinese economie van een infrastructuurgedreven naar een consumentengedreven economie zal de komende jaren wegen op de vraag naar bouwmachines en mijnbouwmachines. We vrezen dat zowel omzetgroei als winstgroei de komende jaren zullen tegenvallen.
- De markt begint nu stilaan vooruit te kijken naar 2016. De terugval van de olie-en gasinvesteringen zal pas volop in 2016 worden gevoeld. Caterpillar heeft een grote blootstelling op de olie-en gasinvesteringen. De visibiliteit is laag, maar we denken dat de winst per aandeel volgend jaar lager zal uitkomen dan in 2015. Ondanks de zwakke prestatie van het aandeel, blijven we voorzichtig. We geven Caterpillar een aanbeveling 'afbouwen'.

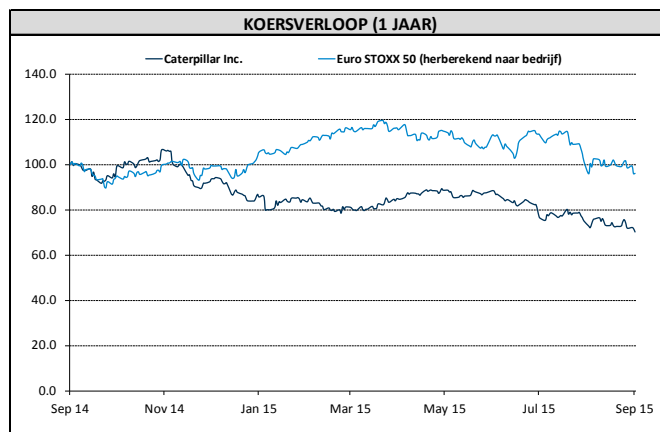
Sterktes

- Wereldwijd dealernetwerk in meer dan 200 landen.
- Nummer 1 in heel wat productsegmenten.
- Gediversifieerd productassortiment.

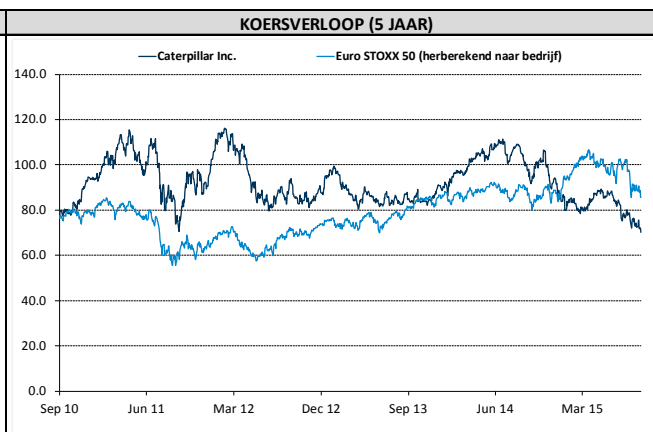
Zwaktes

- Sterk afhankelijk van de economische cyclus die versterkt wordt door inventarisopbouw en -afbouw.
- Concurrentie van Komatsu en kleinere spelers.

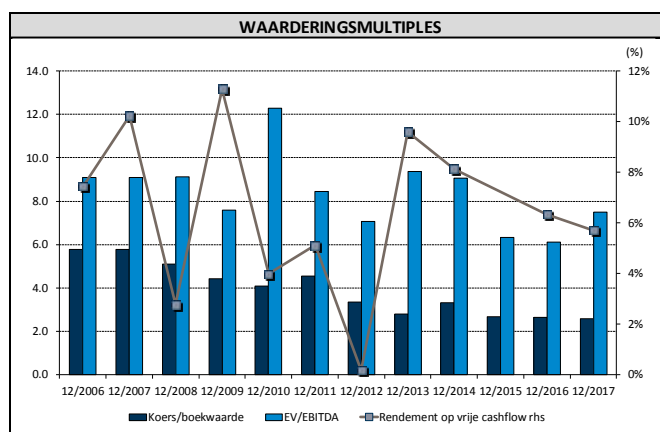
Topic



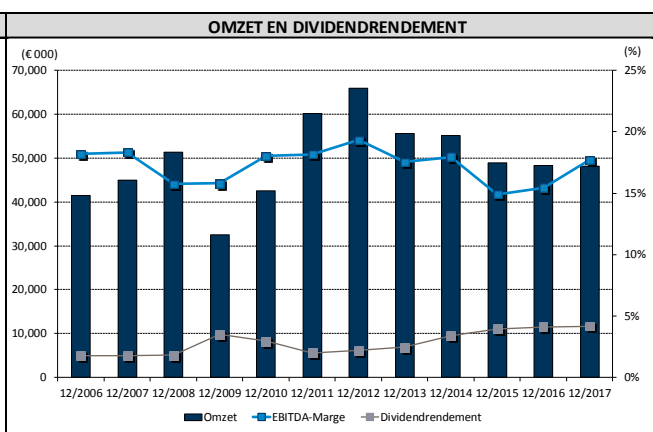
Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet



Bron: FactSet

Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		42,588	60,138	65,875	55,656	55,184	48,931	48,366	48,147
	<i>Jaarlijkse groei</i>	31.2%	41.2%	9.5%	-15.5%	-0.8%	-11.3%	-1.2%	-0.5%
Operationele winst (EBITDA)		7,674	10,929	12,737	9,759	9,901	7,292	7,478	8,528
	<i>Jaarlijkse groei</i>	49.6%	42.4%	16.5%	-23.4%	1.5%	-26.3%	2.5%	14.0%
	<i>marge</i>	18.0%	18.2%	19.3%	17.5%	17.9%	14.9%	15.5%	17.7%
Netto resultaat		2,700	4,928	5,681	3,789	3,695	2,869	2,694	2,886
	<i>Jaarlijkse groei</i>	201.7%	82.5%	15.3%	-33.3%	-2.5%	-22.4%	-6.1%	7.1%
	<i>marge</i>	6.3%	8.2%	8.6%	6.8%	6.7%	5.9%	5.6%	6.0%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		64,020	81,446	88,970	84,896	84,681	50,602	50,296	52,520
	Waarvan vlottende activa	3,592	3,057	5,490	6,134	7,341	-	-	-
Totale passiva		64,020	81,446	88,970	84,896	84,681	50,602	50,296	52,520
	Waarvan korte termijn schuld	7,981	9,648	12,391	11,031	11,501	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	20,437	24,944	27,752	26,719	27,784	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		4.35%	6.78%	6.67%	4.36%	4.36%	5.36%	5.67%	5.49%
Rendement op eigen vermogen		27.60%	41.57%	37.36%	19.76%	21.52%	18.87%	16.98%	19.09%
Winst per aandeel		3.03	6.54	9.77	5.25	6.18	4.95	4.52	5.21

Bron: Factset

Topic

Deutsche Post



Aanbeveling		Verkopen
Huidige koers	€	23.14
Koersdoel KBC AM	€	23.00
Potentieel		-0.6%

Deutsche Post AG					
Germany	Koers (EUR)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Air Freight/Couriers	23.14	Koerswinst	15.8x	13.8x	12.1x
ISIN: DE0005552004	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	3.5x	2.7x	2.4x
52 Wk H/L: 31.2/ 21.6 (EUR)	-9.8%	EV/EBITDA	11.5x	6.8x	6.0x
Market value (milj.): 28226.668	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.69%	3.84%	4.24%
Xetra	-14.5%	Omzetgroei (j/j)	2.8%	7.6%	3.7%

Bron: Factset

Beschrijving

Deutsche Post is het grootste postbedrijf van Europa. Het bedrijf biedt gepersonaliseerde diensten aan op het vlak van goederentransport, expressdiensten en betalingen aan consumenten en bedrijven. Het concern is opgedeeld in de divisies Deutsche Post & DHL.

Opinie KBC AM

- Deutsche Post boekte in het tweede kwartaal tegenvallende resultaten. Stakingen in Duitsland en problematische resultaten in de forwardingdivisie noopten het bedrijf tot een verlaging van de winstverwachtingen voor dit jaar.
- Deutsche Post kende het afgelopen decennium heel wat problemen. De postafdeling had te kampen met sterk dalende volumes terwijl de postzegelprijs constant bleef. De integratie van (dure) overnames zoals DHL verliep bovendien niet van een leien dakje.
- De laatste jaren zagen we het verhaal gevoelig verbeteren. In de postdivisie heeft Deutsche Post volop ingezet op het leveren van pakjes om in te spelen op de explosieve omzetgroei van webwinkels.
- Het aandeel presteerde de jongste jaren zeer sterk en verdubbelde sinds 2011. We vrezen echter dat het aandeel op korte termijn zal lijden onder de zwakkere economische groei in Europa en Azië. Deutsche Post heeft ook zeer ambitieuze doelstellingen, wat nog weinig ruimte laat voor negatieve verrassingen.
- De lage renteomgeving zal bovendien het pensioentekort doen toenemen, wat een negatieve invloed heeft op waardering. We verkopen het aandeel

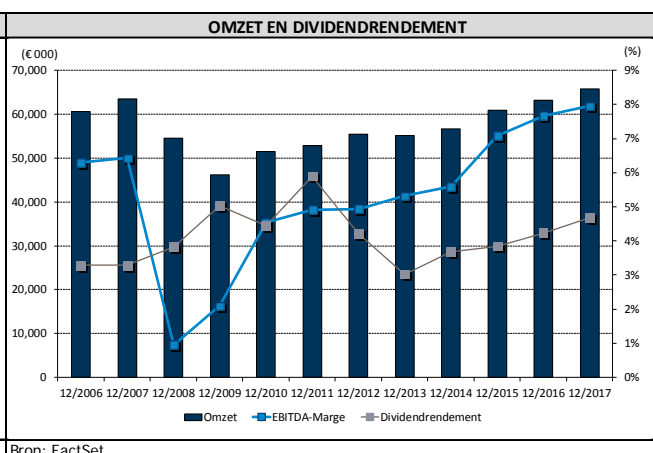
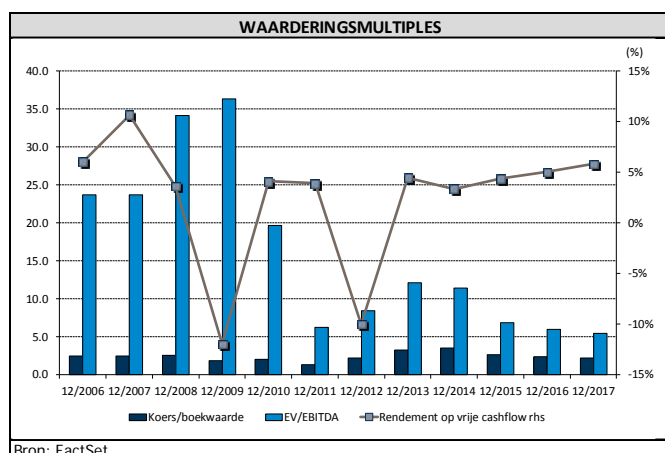
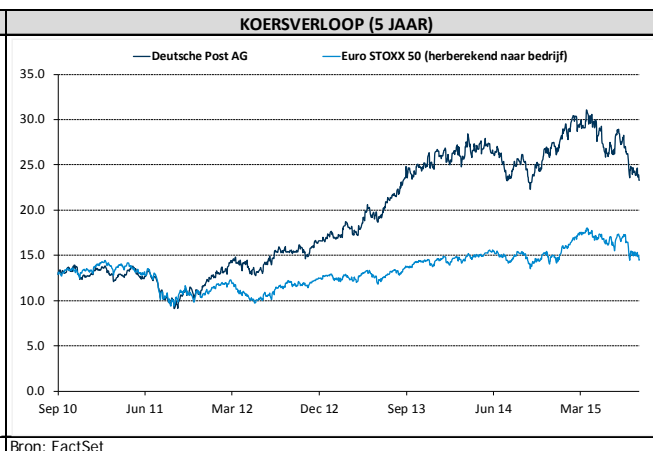
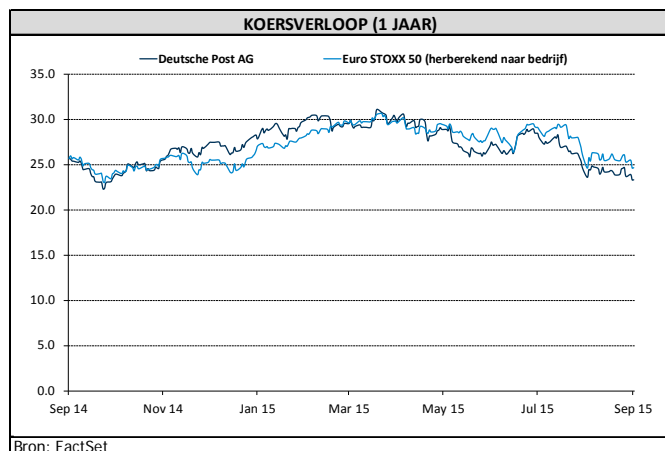
Sterktes

- Actief in meer dan 220 landen.
- Sterke positie op de Europese markt voor post- en pakjesbedeling, marktleider in Duitsland
- Sterke aanwezigheid van DHL in de Zuidoost-Azië.

Zwaktes

- Het rondbrengen van poststukken is een krimpende activiteit.
- Pensioentekorten.
- Sterke concurrentie op de internationale markt.

Topic



Winst en verliesrekening									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		51,481	52,829	55,512	55,085	56,630	60,960	63,225	65,779
	<i>Jaarlijkse groei</i>	11.4%	2.6%	5.1%	-0.8%	2.8%	7.6%	3.7%	4.0%
Operationele winst (EBITDA)		2,343	2,598	2,738	2,928	3,165	4,320	4,852	5,232
	<i>Jaarlijkse groei</i>	142.3%	10.9%	5.4%	6.9%	8.1%	36.5%	12.3%	7.8%
	<i>marge</i>	4.6%	4.9%	4.9%	5.3%	5.6%	7.1%	7.7%	8.0%
Netto resultaat		2,541	1,163	1,658	2,091	2,071	2,061	2,398	2,634
	<i>Jaarlijkse groei</i>	294.6%	-54.2%	42.6%	26.1%	-1.0%	-0.5%	16.3%	9.8%
	<i>marge</i>	4.9%	2.2%	3.0%	3.8%	3.7%	3.4%	3.8%	4.0%

Balans									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		37,763	38,408	33,857	35,773	37,336	38,685	39,892	41,105
	Waarvan vlottende activa	3,873	5,365	2,533	4,168	3,261	-	-	-
Totale passiva		37,763	38,408	33,857	35,773	37,336	38,685	39,892	41,105
	Waarvan korte termijn schuld	747	5,644	403	1,328	486	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	6,275	1,355	4,405	4,612	4,671	-	-	-

Winstgevendheid									
		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		6.95%	3.05%	4.54%	6.01%	5.67%	6.01%	5.33%	6.41%
Rendement op eigen vermogen		27.20%	10.81%	16.38%	22.17%	21.41%	19.41%	19.90%	19.74%
Winst per aandeel		1.46	1.22	1.06	1.54	1.83	1.67	1.91	2.10

Bron: Factset

Topic

Newmont Mining



Aanbeveling	Verkopen
Huidige koers \$	15.55
Koersdoel KBC AM \$	15.00
Potentieel	-3.5%

Newmont Mining Corporation					
United States	Koers (USD)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Precious Metals	15.55	Koerswinst	18.5x	14.2x	17.8x
ISIN: US6516391066	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.9x	0.7x	0.7x
52 Wk H/L: 27.9/ 15.4 (USD)	-35.2%	EV/EBITDA	7.9x	4.5x	4.8x
Market value (milj.): 8226.801	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	1.36%	0.46%	0.46%
NYSE	-17.7%	Omzetgroei (j/j)	-12.3%	6.3%	-0.5%

Bron: Factset

Beschrijving

Newmont Mining, gevestigd in Denver in de Amerikaanse staat Colorado, is de tweede grootste goudproducent. Zijn belangrijkste activiteiten zijn het verwerven, exploreren en ontwikkelen van goudmijnen over heel de wereld. De onderneming delft goud in de VS, Australië, Peru, Indonesië, Ghana, Bolivia, Nieuw-Zeeland en Mexico.

Opinie KBC AM

- Over het tweede kwartaal realiseerde Newmont een winst per aandeel (vóór uitzonderlijk elementen) van 26 dollarcent. Dat is in lijn met de consensusverwachting van 27 dollarcent. Het bedrijf verhoogde ook zijn productievoorzichten.
- De argumenten om goudaandelen te kopen i.p.v. het goud zelf zijn de hefboom t.o.v. de goudprijs maar ook dat goudproducenten kunnen groeien en liquiditeiten genereren. Daardoor kunnen ze dividenden uitbetalen of hun eigen aandelen terugkopen. Het tegenargument is dat er bedrijfsspecifieke risico's zijn die u bij goud zelf niet hebt. Het verleden wees uit dat die risico's veel hoger waren dan gedacht en dat heeft op de koersen van de goudproducenten gewogen.
- Newmont is er niet in geslaagd een hefboom te bieden t.o.v. de goudprijs. Het aandeel blijft al sinds het begin van deze eeuw achter op de goudprijs.
- Newmont heeft een goudprijs nodig die boven de huidige koers ligt om waarde te kunnen creëren voor aandeelhouders.
- Het verloningssysteem voor het management is niet in lijn met de belangen van de aandeelhouders. De aandeelhouders werden de laatste jaren alleen armer, terwijl de verloning van het management substantieel is gestegen.
- De waardering van het aandeel is nog steeds te gul, zelfs na de forse correctie afgelopen jaren en zeker in vergelijking met andere mijnbouwbedrijven. We geven het aandeel dan ook de aanbeveling "verkopen" mee.

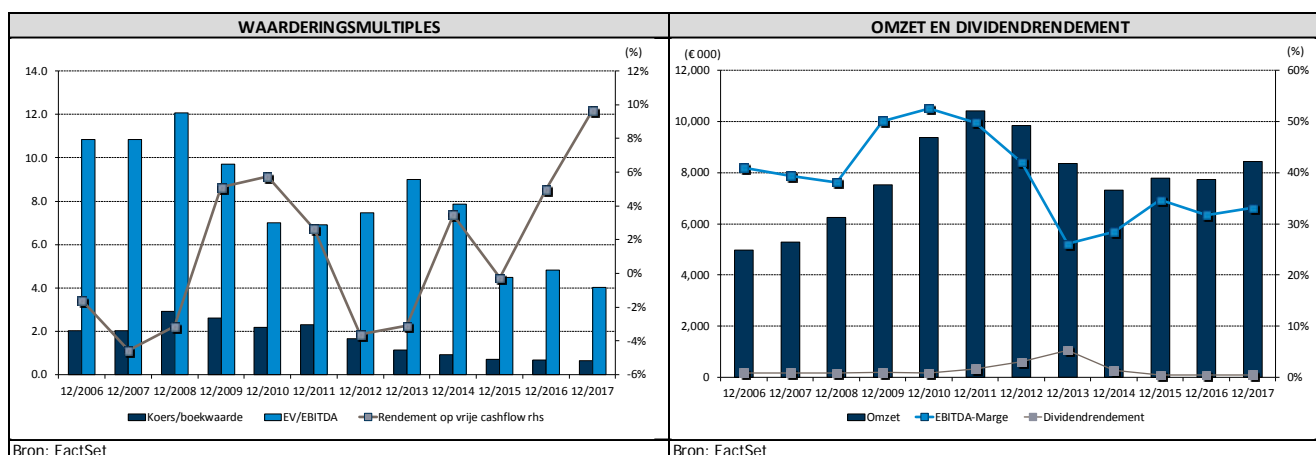
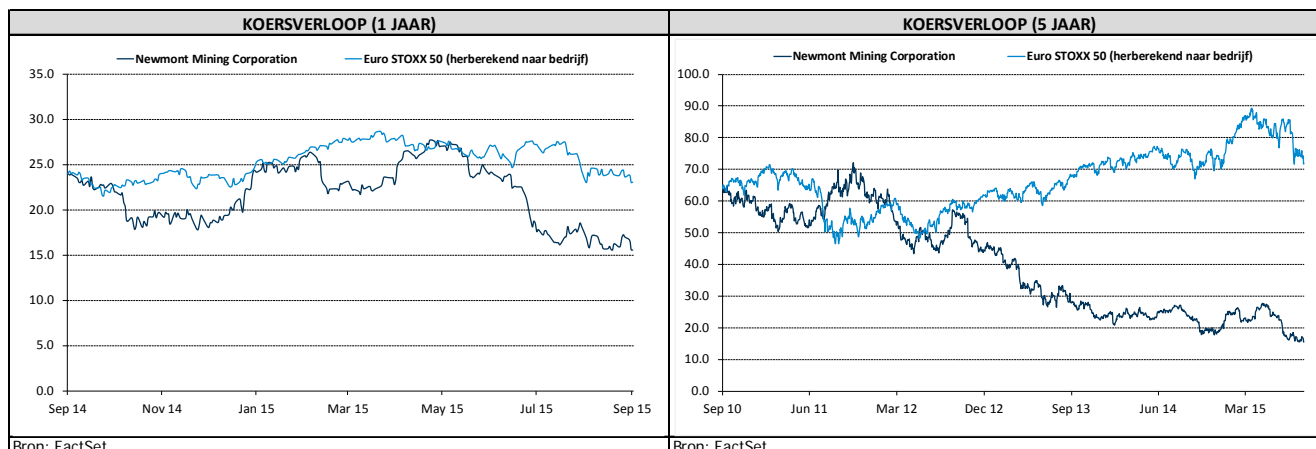
Sterktes

- Tweede grootste goudproducent in de wereld.
- Operaties zijn geografisch verspreid over de VS, Australië, Indonesië, Canada, Nieuw-Zeeland, Ghana en Mexico.

Zwaktes

- Hoge productiekosten.
- Heeft het moeilijk op zijn productie op te drijven.
- Afhankelijk van een hoge goudprijs.

Topic



		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet		9,379	10,419	9,842	8,350	7,321	7,782	7,746	8,427
	<i>Jaarlijkse groei</i>	24.5%	11.1%	-5.5%	-15.2%	-12.3%	6.3%	-0.5%	8.8%
Operationele winst (EBITDA)		4,932	5,192	4,136	2,180	2,086	2,698	2,461	2,792
	<i>Jaarlijkse groei</i>	30.7%	5.3%	-20.3%	-47.3%	-4.3%	29.3%	-8.8%	13.5%
	<i>marge</i>	52.6%	49.8%	42.0%	26.1%	28.5%	34.7%	31.8%	33.1%
Netto resultaat		2,277	366	1,809	-2,462	508	514	610	648
	<i>Jaarlijkse groei</i>	75.6%	-83.9%	394.3%	-236.1%	-120.6%	1.1%	18.8%	6.2%
	<i>marge</i>	24.3%	3.5%	18.4%	-29.5%	6.9%	6.6%	7.9%	7.7%

		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa		25,663	27,474	29,650	24,764	24,916	25,842	26,146	26,428
	Waarvan vlottende activa	4,365	2,001	1,771	1,637	2,477	-	-	-
Totale passiva		25,663	27,474	29,650	24,764	24,916	25,842	26,146	26,428
	Waarvan korte termijn schuld	259	1,097	11	631	166	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	4,182	3,630	6,290	6,205	6,480	-	-	-

		12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa		9.61%	1.89%	6.60%	-9.27%	2.21%	2.33%	1.99%	2.45%
Rendement op eigen vermogen		19.17%	3.83%	14.14%	-21.10%	5.30%	4.91%	3.82%	4.79%
Winst per aandeel		4.08	4.39	0.25	-1.25	-1.34	1.10	0.87	1.16

Bron: Factset

Topic

De vier van KBC Securities



Huidige koers	€	1,700.00
Koersdoel KBC S	€	1,400.00
Potentieel		-17.6%



Huidige koers	€	0.24
Koersdoel KBC S	€	0.20
Potentieel		-16.7%



Huidige koers	€	3.92
Koersdoel KBC S	€	4.00
Potentieel		2.0%



Huidige koers	€	4.91
Koersdoel KBC AM	€	5.20
Potentieel		5.9%

Topic

Lotus Bakeries



Aanbeveling	Houden
Huidige koers €	1,700.00
Koersdoel KBC S €	1,400.00
Potentieel	-17.6%

Lotus Bakeries	Advies:	HOUDEN	Huidige koers:	1700 EUR
	Naam analist:	Guy Sips	Koersdoel:	1400 EUR
	ISIN code:	BE0003604155	Opwaarts potentieel:	-17.6%
	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	36.50	47.21	56.59	61.96
% groei j/j	14.9%	29.3%	19.9%	9.5%
Koerswinst ratio	46.6x	36.0x	30.0x	27.4x
Bruto dividend (EUR)	10.80	12.40	13.49	14.66
% groei j/j	14.9%	14.8%	8.7%	8.8%
Dividendrendement (%)	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%

Beschrijving

Lotus Bakeries focust op authentieke specialiteiten uit de koekjes- en gebakwereld zoals speculoos, peperkoek / ontbijtkoek, gebakspecialiteiten, wafels en galetten, pepparkakor koekjes en Dinosaurus koekjes. Lotus Bakeries, met hoofdzetel in België, is een dynamische en internationaal georiënteerde onderneming met productievestigingen in België, Nederland, Frankrijk en Zweden, eigen verkooporganisaties in een 10-tal Europese landen, de Verenigde Staten, Hong Kong, China, Chili en een exportafdeling voor de overige landen.

Opinie KBC Securities

- We geloven dan de strategie van een doorgedreven focus op de belangrijkste specialiteiten (vooral in de thuismarkten (België, Nederland en Frankrijk)) zal worden voortgezet, alsook het verder internationaliseren van Lotus speculoos.
- De recente omzetgroei is quasi volledig toe te wijzen aan de groei van merkproducten
- De strategie om speculoos op een duurzame manier verder te internationaliseren werd consistent voortgezet en leidde tot enkele zeer mooie successen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk
- Via een partnership willen Lotus Bakeries en Natural Balance Foods de expansie van de merken Nākd en Trek, zowel in het Verenigd Koninkrijk als internationaal voortzetten. Lotus heeft jarenlange ervaring, kennis en succes in het internationaliseren van consumer goods. Via de verschillende Lotus verkoopkantoren in meer dan 15 landen, zal NBF toegang krijgen tot nieuwe markten en consumenten.
- Lotus Bakeries blijft sterk investeren in de toekomst, door het zoeken naar nieuwe distributie in landen waar het nog niet aanwezig is, maar ook door het opzetten van nieuwe verkoopkantoren in Azië en Zuid-Amerika.

Sterktes

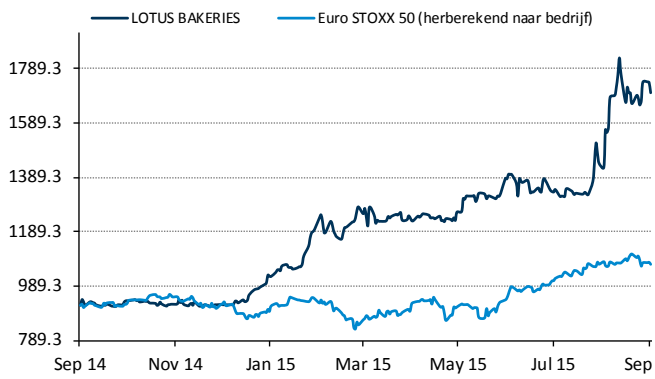
- In de basismarkten België en Frankrijk groeide Lotus Dinosaurus enerzijds dankzij distributiewinst, betere schappositie en goede in-store-activatie voor het basisgamma, anderzijds door de introductie van de nieuwe variëteit 'Dinosaurus gevuld'.
- De sterke omzetgroei in speculoos maar ook in Lotus Dinosaurus en wafels vormen de basis van het toegenomen bedrijfsresultaat
- Dankzij de sterke operationele cash flow daalt de financiële schuld (eind juni 2015) met 24 miljoen euro tot 22,7 miljoen euro en dit ondanks de cash outflow voor investeringen en acquisities, ten belope van in totaal 35 miljoen euro.

Zwaktes

- Zelfs voor dit zéér mooie bedrijf vinden we dat aan de huidige koers dat het aandeel meer dan geprijsd is voor perfectie. De ratio's koers/winst, koers/cashflow, bedrijfswaarde/bedrijfswinst staan zelfs boven de multiples die betaald worden bij overnames in deze sector.

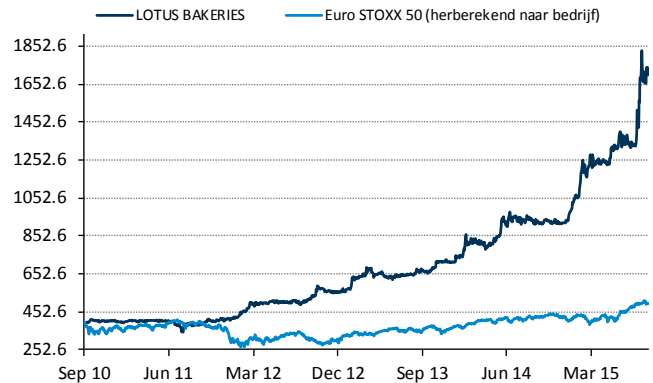
Topic

KOERSVERLOOP LOTUS BAKERIES (1 JAAR)



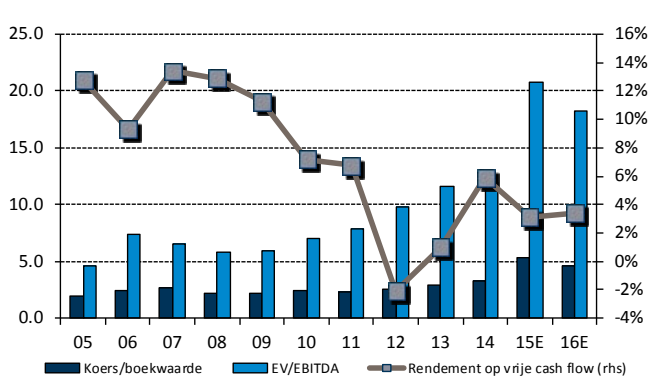
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP LOTUS BAKERIES (5 JAAR)



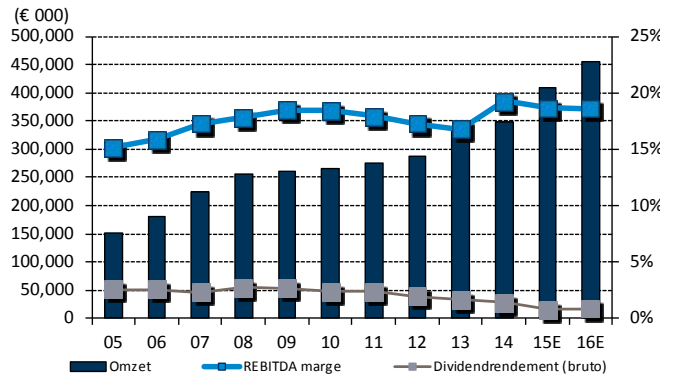
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Lotus Bakeries



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Lotus Bakeries



Bron: KBC Securities

Topic

Option



Aanbeveling	Verkopen
Huidige koers €	0.24
Koersdoel KBC S €	0.20
Potentieel	-16.7%

Option	Advies:	VERKOPEN	Huidige koers:	0.24 EUR
	Naam analist:	Guy Sips	Koersdoel:	0.2 EUR
	ISIN code:	BE0003836534	Opwaarts potentieel:	-16.7%
	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	-0.14	-0.15	-0.12	0.00
% groei j/j	-	-	-	-100.5%
Koerswinst ratio	-	-	-	368.8x
Bruto dividend (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00
% groei j/j	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Beschrijving

Option staat voor 'Connecting Things to the Cloud'. Met meer dan 25 jaar ervaring en een groot aantal wereldpremières in de mobiele technologie, is Option ideaal geplaatst om de meest efficiënte, betrouwbare en veilige draadloze oplossingen te stellen voor de bedrijfswereld (B2B) en industriële markten (M2M). Het bedrijf werkt hiervoor samen met systeemintegratoren, value added resellers, application platform providers, distributeurs met toegevoegde waarde en netwerkkoperatoren, om zo op maat gemaakte oplossingen aan eindklanten te kunnen voorstellen

Opinie KBC Securities

- Die business draait nu helemaal rond de commercialisering van Cloud Gate, een 3G- of Wifi-router die machines draadloos met elkaar laat communiceren. Option wil zich daar mee positioneren op de snelgroei en de markt voor 'M2M-toepassingen' (machine-to-machine), waar bij allerlei apparaten en machines via het internet kunnen worden beheerd en bestuurd. Voorlopig evolueert die business echter moeilijk, door 'een langer dan geanticipeerde verkoopcyclus'.
- Zelfs al zou het een succes worden dan zorgen de converteerbare obligaties voor een aanzienlijke verwatering.

Sterktes

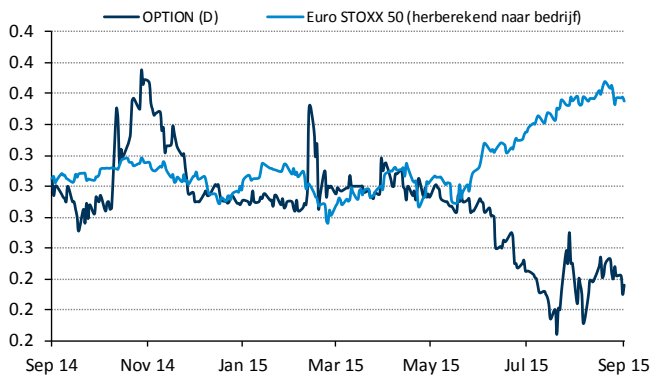
- De interesse en activiteiten in 'machine-to-machine'-communicatie (M2M). Dit is tussen apparaten en machines uitgerust met sensoren, schakelaars en communicatiemogelijkheden waardoor ze gegevens kunnen verzamelen en verspreiden.
- Option's verkooppartners gaven aan dat hun orders uitgesteld zijn tot later dit jaar. Met het actief vermarkten van Option's engineering development capaciteit hebben ze een volgende pijler aan hun business model toegevoegd. Ze hebben meerder contracten gewonnen om oplossingen te ontwikkelen binnen de "Internet of Things" wereld.
- Ze slagen erin om cash te genereren van oudere producten die ze vanuit hun voorraad herwerken naar de vereisten van de eindklant.

Zwaktes

- Financiële situatie
- Tijdens het eerste halfjaar van 2015, verkreeg de onderneming een overbruggingskrediet van 2,7 Mio euro.
- De cashpositie daalde van 1,6 miljoen euro op jaareinde 2014 naar 0,9 miljoen euro op het einde van juni 2015.
- Mogelijke sterke verwatering door converteerbare obligaties. Tijdens het eerste halfjaar van 2015 werden 2.116.782 nieuwe aandelen gecreëerd ten gevolge van de conversie van converteerbare obligatieleningen

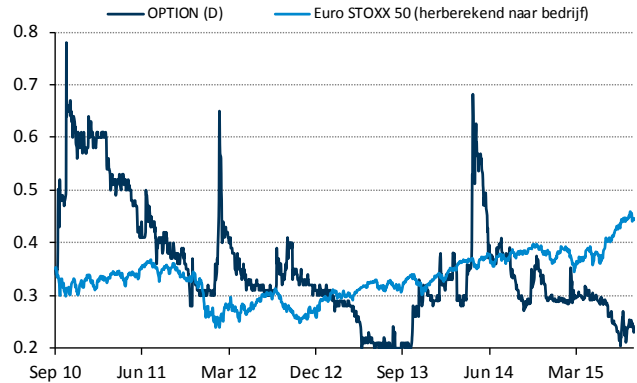
Topic

KOERSVERLOOP OPTION (D) (1 JAAR)



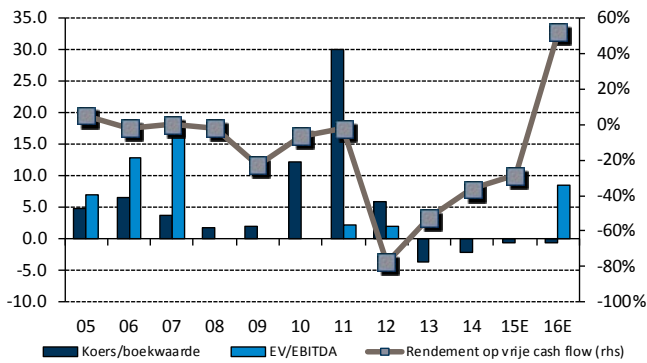
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP OPTION (D) (5 JAAR)



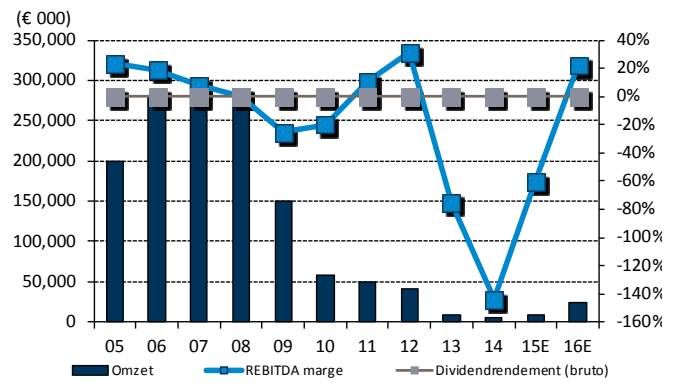
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Option



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Option



Bron: KBC Securities

Topic

ThromboGenics



Aanbeveling	Houden
Huidige koers €	3.92
Koersdoel KBC S €	4.00
Potentieel	2.0%

ThromboGenics	Advies:	HOUDEN	Huidige koers:	3.92 EUR
	Naam analist:	Jan De Kerpel, PhD	Koersdoel:	4 EUR
	ISIN code:	BE0003846632	Opwaarts potentieel:	2.0%
	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0.74	-1.42	-1.00	-0.71
% groei j/j	-210.2%	-	-	-
Koerswinst ratio	5.3x	-	-	-
Bruto dividend (EUR)	0.00	0.00	0.00	#N/A
% groei j/j	-	-	-	#N/A
Dividendrendement (%)	0.0%	0.0%	0.0%	#N/A

Beschrijving

ThromboGenics is een biofarmaceutisch bedrijf dat zich toelegt op de ontwikkeling en verkoop van innovatieve geneesmiddelen voor de behandeling van oogandoeningen. Het hoofdproduct, Jetrea, is een farmacologische behandeling van vitreomaculaire adhesie en is sinds begin 2013 zowel op de Amerikaanse als Europese markt verkrijgbaar. Buiten de VS is partner Alcon verantwoordelijk voor de commercialisatie.

Opinie KBC AM

- 2014 was een "annus horribilis" voor ThromboGenics. De lat voor de verkoop van Jetrea werd andermaal verlaagd, wat wees op een veel lagere tractie in de markt dan eerder verwacht. Analisten moesten duchtig sleutelen aan de waarderingmodellen, met neerwaartse bijstellingen tot gevolg.
- De recente cijfers lagen grotendeels in lijn met de verwachtingen, alleen waren die verwachtingen reeds zeer laag. Zo bevestigde de groep de dalende verkoop van Jetrea in de VS en dan vooral in de tweede jaarhalf. De vooruitzichten werden in 2015 opnieuw neerwaarts bijgesteld voor 2015.
- Philippe Vlerick nam recent een belang van meer dan 3% in het bedrijf en werd daarvoor beloond met een zitje in de raad van bestuur. De koers reageerde in eerste instantie bijzonder positief en veerde op van iets minder dan 3 euro tot 4,11 euro per aandeel. Die beweging werd ook ondersteund door vermeende short covering: het beruchte Perceptive Advisers bouwde zijn shortpositie namelijk verder af en heeft vandaag nauwelijks nog positie in ThromboGenics
- Einde augustus ging het aandeel stevig onderuit op Euronext Brussel. Jetrea, het medicijn tegen de oogziekte vitreomaculaire tractie (dat zwarte vlekken en blindheid kan veroorzaken), haalt niet de gehoopte verkoopcijfers. Nadat nieuwe positieve studieresultaten over de behandeling de verkoop niet konden stimuleren, werd besloten om niet verder te investeren in het medicijn.
- KBC Securities heeft een koersdoel van 4 euro met een 'houden'-advies. De waardering is op zich niet duur te noemen, maar analist Jan De Kerpel ziet weinig tot geen katalysatoren die op korte tot middellange termijn aandeelhouderswaarde kunnen creëren.

Sterktes

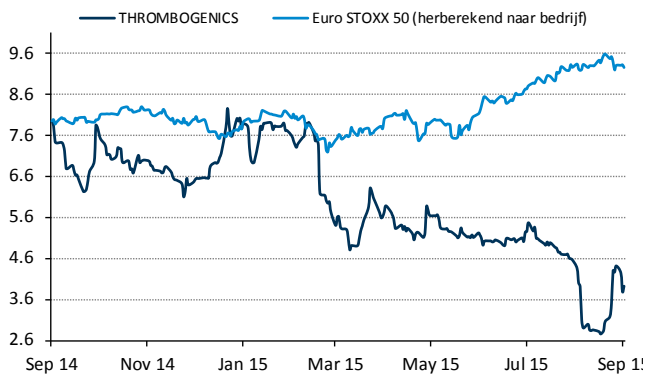
- Jetrea werkt en is veilig. Het blijft een toproduct, maar wordt niet voorgeschreven omdat er weinig patiënten zijn

Zwaktes

- Vandaag moet ThromboGenics zich opnieuw uitvinden en dat vraagt tijd. En cash.
- KBC Securities rekent niet op een overname. Het bedrijf werd in 2015 al vergeefs te koop aangeboden.
- Het beleggersvertrouwen is ver zoek.
- Uitbreiding naar andere ziektebeelden voor Jetrea neemt veel tijd in beslag.

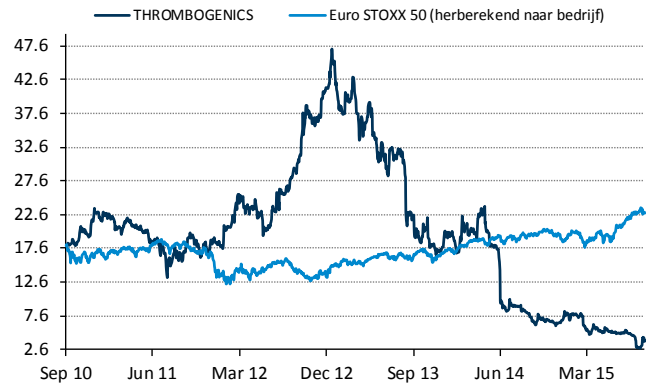
Topic

KOERSVERLOOP THROMBOGENICS (1 JAAR)



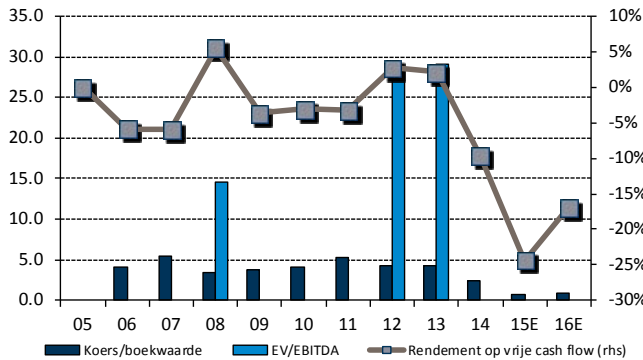
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP THROMBOGENICS (5 JAAR)



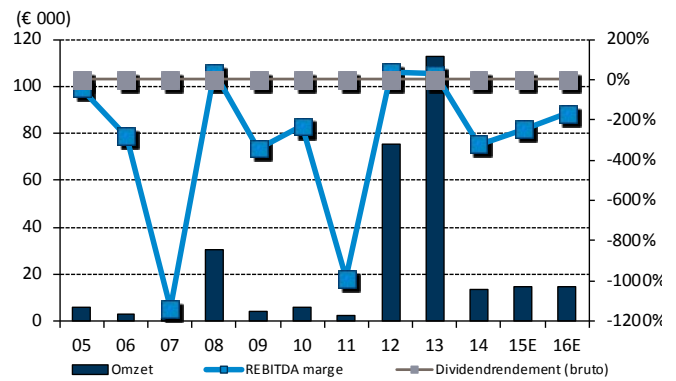
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Thrombogenics



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT Thrombogenics



Bron: KBC Securities

Topic

Aegon



Aanbeveling	Afbouwen
Huidige koers €	4.91
Koersdoel KBC AM €	5.20
Potentieel	5.9%

AEGON	Advies:	AFBOUWEN	Huidige koers:	4.91 EUR
	Naam analist:	Matthias De Wit, CFA	Koersdoel:	5.2 EUR
	ISIN code:	NL0000303709	Opwaarts potentieel:	5.9%
	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	0.29	0.48	0.61	0.67
% groei j/j	-564.7%	61.9%	27.5%	11.0%
Koerswinst ratio	16.7x	10.3x	8.1x	7.3x
Bruto dividend (EUR)	0.22	0.23	0.25	0.26
% groei j/j	120.0%	4.5%	8.7%	4.0%
Dividendrendement (%)	4.5%	4.7%	5.1%	5.3%

Beschrijving

AEGON is een internationale verzekerings-, pensioens- en investeringsgroep met belangrijke operaties in de Verenigde Staten, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en een groeiende aanwezigheid in opkomende markten in Azië, Latijns-Amerika en Centraal Europa. De groep stelt meer dan 24.000 mensen tewerk en heeft ongeveer 458 miljard EUR aan inkomstgenererende activa. De kernstrategie is gericht op betere aanwending van kapitaal, het verbeteren van groei en return van bestaande activiteiten en het opereren als 1 geïntegreerd bedrijf.

Opinie KBC Securities

- Aegon publiceerde een zwak kwartaalrapport met cijfers die zowel onder de verwachting van KBC Securities uitkwamen als de gemiddelde marktverwachting. Het nettoresultaat volgens IFRS klokte af op 350 miljoen euro, hetzij 36% onder de marktverwachting. Dat de verwachtingen niet werden gehaald was grotendeels toe te schrijven aan de grotere verliezen op "fair value items" verbonden aan indekkingsverliezen. Die kwamen uit op 293 miljoen euro, terwijl op een positief cijfer van 79 miljoen euro was gerekend door KBC Securities en 136 miljoen euro door de markt.
- De groep gaf ook een update bij de verwachting voor de Solvency II en stelde de ratio neerwaarts bij van 150%-200% naar 140%-170%.
- De genormaliseerde vrije kasstroom kwam 15% boven de verwachting uit, maar inclusief de marktimpact en éénmalige elementen was sprake van een negatieve kasstroom van 34 miljoen euro.
- Aegon lijkt goedkoop op basis van de winstvooruitzichten maar deze zijn structureel hoger dan de cash die de groep genereert. Vanwege de relatief zwakke cash- en kapitaalgeneratie, zal het in onze ogen vrij lang duren om de buffers verder te versterken, wat noodzakelijk blijkt om aan de strengere Solvency II normen te voldoen. Aan een FCF-yield van 5%, is de waardering van het aandeel niet aantrekkelijk.
- KBC Securities ziet geen ruimte voor extra returns bovenop het gewone dividend en hanteert een "afbouwen"-advies voor de aandelen.

Sterktes

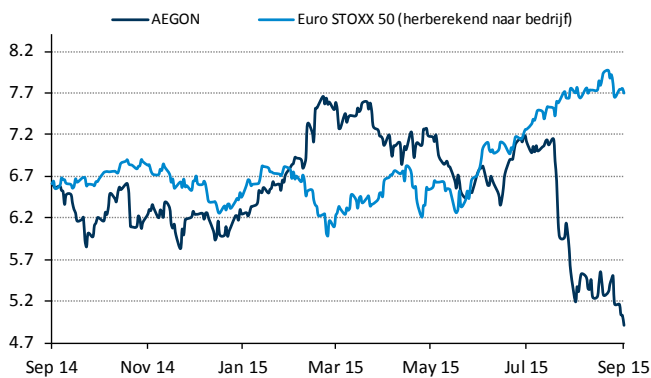
- De groep is voornamelijk blootgesteld aan de Amerikaanse verzekeringsmarkt (>75% groepswinst) die momenteel ondersteund wordt door de snel oplopende risicovrije rente en sterk presterende economie.
- Sterke marktpositie in Nederland en sterke positie in pensioenen in Centraal Europa.
- Blootstelling aan renterisico in dalende lijn dankzij succesvolle shift naar tak-23 producten.

Zwaktes

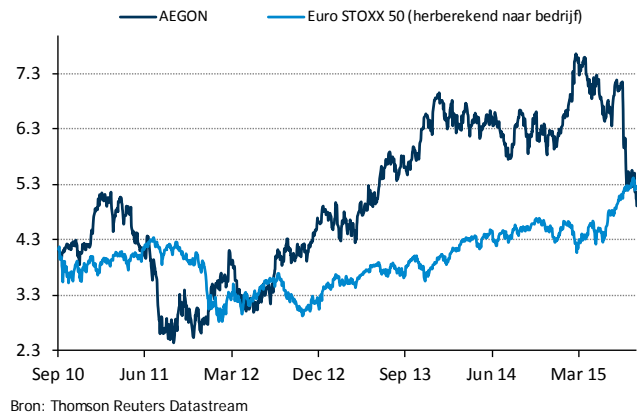
- Kasstroomgeneratie is structureel lager dan onderliggende winst ondanks beperkte groei.
- Onzekerheid met betrekking tot herstelbaarheid van de immateriële vaste activa.

Topic

KOERSVERLOOP AEGON (1 JAAR)



KOERSVERLOOP AEGON (5 JAAR)



Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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, maar maakt een zorgvuldige selectie. De disclaimers van de KBC AM publicaties zijn eveneens van toepassing op alle publicaties van KBC AM waarnaar verwezen wordt alsook met betrekking tot de adviezen voor de aandelen binnen hun universum. Meer informatie over hun beleggingsaanbevelingen vindt u op www.kbcam.be/aandelen.

KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.