

## GRAFIEK VAN DE DAG

### Screening KBC Securities aandelenuniversum op basis van 4 selectiecriteria

AANDELEN <sup>5</sup> GESELECTEERD OP BASIS VAN MINIMAAL TWEE VAN DE VIER GEHANTEERDE SELECTIEMODELLEN			
<i>Negatieve nettoschuldpositie<sup>1</sup></i>	<i>Onderwaardering tegenover theoretische bodemkoers<sup>2</sup></i>	<i>Negatieve impliciete groei<sup>3</sup></i>	<i>KBC Bolero Waarderingsmodel<sup>4</sup></i>
		AXA SA	AXA SA
		Agfa Gevaert Nv	Agfa Gevaert Nv
		Ahold (Kon.)	Ahold (Kon.)
		BAM Groep	BAM Groep
Boskalis	Boskalis		
	CFE		CFE
Duvel Moortgat			Duvel Moortgat
	D'Ieteren	D'Ieteren	D'Ieteren
		Imtech	Imtech
		Kinopolis	Kinopolis
		Mobistar SA	Mobistar SA
Porthus		Porthus NV	Porthus NV
Texaf		Texaf	
Van de Velde			Van De Velde
		Wessanen Kon	Wessanen Kon
Zetes Industries		Zetes Industries SA	

*Bron: berekeningen KBC Bolero, ramingen KBC Securities, Factset 1geraamde nettoschuldpositie 2009 KBCS; 2bodemkoers uitgaande van winstdaling met 30% tegenover 2008 en KW van 10x; 3selectie van 20 aandelen met meest negatieve impliciete groei verrekend in huidige koers; 4kwart best presterende aandelen werd weerhouden; 5enkel aandelen uit KBC Securities aandelenuniversum werden weerhouden.*

In de Tijd van zaterdag publiceerden we een analyse waarbij we de drie door ons gehanteerde waarderingsmodellen naast elkaar zetten (vergelijkbaar met de analyse gedaan in de tweede helft van de maand april). Welke aandelen komen er in de verschillende modellen als interessant gewaardeerd uit? Aan de drie modellen (onderwaardering tegenover theoretische bodemkoers, berekening impliciet verwachte groei en KBC Bolero Waarderingsmodel) voegden we nog een selectie van aandelen toe met een negatieve nettoschuldpositie.

Bovenstaande tabel toont de aandelen uit het universum van KBC Securities die minstens in 2 van de 4 selectiemodellen tot de top behoren. We onderscheiden een viertal categorieën. In de categorie van goedkoop gewaardeerde aandelen omwille van hun zwakke operationele prestaties plaatsen we Agfa-Gevaert en Wessanen. Potentieel interessante aandelen die lijden onder hun cyclische imago (al dan niet terecht) zijn onder meer Boskalis, CFE, BAM Groep, Imtech en D'Ieteren. Meer defensieve aandelenprofielen vinden we terug bij bedrijven zoals Ahold en Mobistar. Ook bij de talrijk aanwezige 'small caps' vinden we heel wat defensieve karaktertrekken terug. Duvel, Van de Velde, Porthus en Zenitel spreken alleen al door hun negatieve netto schuldpositie de meer risicoschuwe beleggers aan. De activiteiten van de drie eerst genoemde bedrijven evenals die van Kinopolis zouden daarenboven minder gevoelig moeten zijn voor de economische crisis. De verschillende tabellen met meer details voor elk waarderingsmodel, vindt u verder in deze BBTO terug.

## Inhoud

- [Trading ideeën](#)
- [België – BEL-20](#)
- [België – Small & midcaps](#)
- [Europa – DJ Euro Stoxx 50](#)
- [Grafiek van de dag](#)
- [Technische analyse](#)
- [Kalender en key data](#)

## TRADING IDEEËN

*De trading ideeën zijn adviezen van KBC Securities (voor uitleg adviezen: zie legende)*

UCB	Koers: EUR 23.5	Koersdoel: EUR 24	Advies: OPBOUWEN	
BE0003739530	WPA (EUR)	KW	Bruto dividend (EUR)	Dividendrendement
<b>2008</b>	1.48	15.89	0.92	3.9%
<b>2009</b>	1.33	17.73	0.92	3.9%
<b>2010</b>	1.29	18.20	0.94	4.0%

UCB kondigde aan dat het epilepsiegeneesmiddel Vimpat vanaf de eerste week van juni aangeboden wordt in Amerikaanse apotheken. UCB kreeg eind oktober 2008 al de goedkeuring van de Food and Drug Administration (FDA) om het middel in de VS te verkopen. Toen meldde UCB dat Vimpat tegen 'begin 2009' beschikbaar zou zijn, maar omwille van administratieve redenen werd de lancering uitgesteld tot nu.

Vimpat is een anti-epilepticum dat beschikbaar is als bijkomende therapie voor de behandeling van aanvallen met partieel begin bij personen met epilepsie vanaf de leeftijd van 17 jaar. UCB wil het ook als pijnbestrijdingsmiddel op de markt krijgen, maar daarvoor werd het zowel in Europa als de VS voorlopig afgekeurd. KBCS raamt de piekverkopen voor Vimpat in de EU en de VS samen op 550 mio euro tegen 2017.

**CONCLUSIE: Een positief maar lang verwachte aankondiging die verder kan bijdragen aan het positief momentum rond het aandeel sinds de Amerikaanse goedkeuring voor Cimzia eerder deze maand. Jan De Kerpel behoudt zijn OPBOUWADVIES en een koersdoel van 24 euro.**

Belgacom	Koers: EUR 22.4	Koersdoel: EUR 26.3	Advies: HOUDEN	
BE0003810273	WPA (EUR)	KW	Bruto dividend (EUR)	Dividendrendement
<b>2008</b>	2.45	9.12	2.18	9.7%
<b>2009</b>	2.51	8.90	2.25	10.0%
<b>2010</b>	2.44	9.15	2.31	10.3%

De Raad voor Mededinging heeft Proximus, de gsm-dochter van Belgacom, veroordeeld tot het betalen van een boete van 66.3 miljoen euro als gevolg van machtsmisbruik op de markt van grote zakelijke klanten. Niettegenstaande de grootte van de boete op het eerste gezicht, blijft het voor Belgacom een relatief klein bedrag. Het betreft 8% van de jaarlijkse vrije cashflow en slechts 0.2 euro per aandeel. Een deel van de boete is volgens ons reeds opzij gezet tijdens het voorgaande boekjaar.

Het grootste gevaar van de uitspraak is in termen van toekomstige rechtszaken. Het laat Base (en Mobistar) toe eveneens compensatie te vragen van Belgacom. Base heeft reeds bevestigd dat het compensatie zal aanvragen. Het geëiste bedrag is evenwel onbekend.

**CONCLUSIE: Nico Melsens ziet geen nood wijzigingen aan te brengen aan zijn investment case. Hij behoudt zijn HOUDENADVIES en koersdoel van 26.3 euro.**

## TRADING IDEEËN

*De trading ideeën zijn adviezen van KBC Securities (voor uitleg adviezen: zie legende)*

Metris	Koers: EUR 2.7	Koersdoel: EUR 1	Advies: AFBOUWEN	
BE0003859767	WPA (EUR)	KW	Bruto dividend (EUR)	Dividendrendement
<b>2008</b>	2.03	1.31	1.80	67.7%
<b>2009</b>	3.04	0.88	2.06	77.4%
<b>2010</b>	2.64	1.01	1.63	61.3%

Het Leuvense meettechnologiebedrijf Metris zou overnamegesprekken voeren met een Japanse partij over een bod van circa 6 euro per aandeel. De notering blijft naar verwachting ook vandaag geschorst.

Gebaseerd op een 'discounted cash flow'-waardering komt KBCS uit op een waardering van 3.4 euro. Uitgaande van een vergelijking met gelijkaardige bedrijven, komen we uit op een waarde van 3.4 à 5.5 euro op basis van een EV/omzet-waardering voor 2008 (gemiddelde waardering van 1.5x) en 2009 (1.8x). Uitgaande van onze – toegegeven vrij agressieve – omzetverwachtingen voor 2010 (30% groei tegenover 2009) komen we aan 9 euro per aandeel uitgaande van EV/omzet-waardering.

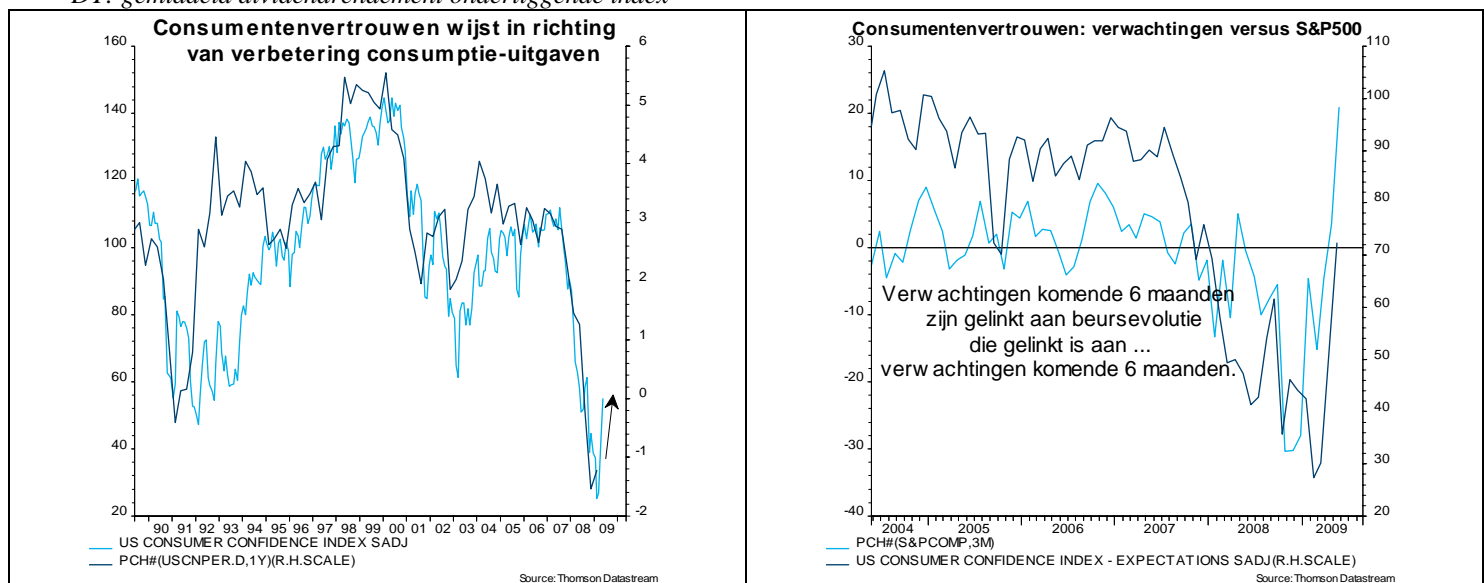
**CONCLUSIE: Nico Melsens wacht op meer info alvorens zijn huidige investment case aan te passen.**

## BELGIË – BEL-20 – & BEURSCOMMENTAAR

STIJGERS				DALERS			
	Prijs	% 1D	% 1J		Prijs	% 1D	% 1J
<b>GDF SUEZ</b>	27.2	2.3	-35.0	<b>KBC GROUP</b>	15.3	-3.0	-80.1
<b>KERMANS &amp; VAN HAA</b>	47.3	1.5	-30.5	<b>BEFIMMO</b>	63.5	-2.9	-15.6
<b>MOBISTAR</b>	44.6	1.1	-9.0	<b>BEKAERT</b>	70.1	-2.9	-32.6
<b>DELHAIZE GROUP</b>	52.0	0.8	4.6	<b>FORTIS</b>	2.7	-2.1	-82.7
<b>GBL NEW</b>	55.9	0.5	-32.6	<b>DEXIA</b>	4.4	-1.6	-70.7

	BEL20	MID CAP	SMALL CAP	DJ EURO STOXX 50	EURONEXT 100	NEXT 150
<b>Prijs</b>	2065.6	2263.4	5070.3	2468.5	562.1	1075.2
<b>% 1D</b>	-0.5	-0.6	-0.3	1.2	0.8	0.0
<b>% 1J</b>	-43.7	-33.8	-26.3	-33.7	-36.1	-34.4
<b>K/W</b>	9.7	nb	nb	14.1	nb	nb
<b>DY* (in%)</b>	8.9	nb	nb	3.8	nb	nb

DY: gemiddeld dividendrendement onderliggende index



De S&P500 startte negatief maar realiseerde een spectaculaire ommekeer na de bekendmaking van het consumentenvertrouwen. De brede aandelenindex schoot 2.6% hoger tot 910 punten. De VIX viel 2 punten terug tot 30.62 punten. Het consumentenvertrouwen berekend door de Conference Board schoot in mei met 14.1 punten de hoogte in tot 54.9 punten. Economen waren uitgegaan van een verbetering met 3 punten. De stijging is de grootste over de voorbije 6 jaar. De steile remonte van het vertrouwen is een opsteker voor de economie. Zonder vertrouwen haalt Joe Sixpack zijn geld niet boven. Een economisch herstel is onmogelijk zonder bijdrage van de Amerikaanse consument. Het huidige niveau van het consumentenvertrouwen wijst richting stabiele consumptieuitgaven (zie grafiek 1). De verwachtingscomponent – hoe ziet u de economie tijdens de komende zes maanden evolueren – droeg het meest bij aan het herstel. De 42-puntenstijging over de voorbije drie maanden is de meest uitgesproken uit de geschiedenis. De stijging van de index die de inschatting van de huidige situatie weergeeft, bleef beperkt tot 3.4 punten.

De verwachtingen van de Amerikanen worden beïnvloed door een drietal factoren: de economische berichtgeving, de aandelenmarkten en de situatie op de arbeidsmarkt. De eerste twee elementen verbeterden aanzienlijk de voorbije maanden. Het aantal recente rapporten aangaande 'groene scheuten' zijn voldoende om een indigestie te veroorzaken. De meest uitgesproken groene scheut is de aandelenmarkt. Diezelfde aandelenmarkt die mee de oorzaak is van de toename van het vertrouwen, schoot als een pijl de hoogte in na de bekendmaking van het cijfer. Hoop is teruggekeerd in de harten van de Amerikanen. Dé grote vraag is of die hoop geen uitgestelde teleurstelling zal blijken met een arbeidsmarkt waar tijdens de komende 3 maanden nog minstens 1 miljoen jobs geschrapt zullen worden.

## BELGIË – MID & SMALL CAPS –

STIJGERS				DALERS			
	Prijs	% 1D	% 1J		Prijs	% 1D	% 1J
ZENITEL	0.6	9.8	-58.5	EPIQ	1.4	-5.4	-40.2
METRIS	2.7	4.7	-67.4	SIPEF	29.6	-4.9	-41.6
PUNCH INTERNATIONAL	18.15	4.3	64.5	MELEXIS	4.8	-4.8	-57.2
SIOEN INDUSTRIES	3.95	2.6	-57.3	ALFACAM GROUP	6.9	-4.5	-42.7
IMMOBEL	17.2	2.6	-36.1	RECTICEL	3.1	-3.8	-66.7
FOUNTAIN	12.9	2.5	-28.9	KBC ANCORA	9.3	-3.1	-85.2
INTL.BRACHYTHERAPY	3.6	2.0	-0.3	EXMAR	10.7	-3.1	-45.5
TUBIZE FINC.	16.8	1.9	-29.0	BEFIMMO	63.5	-2.9	-15.6
ION BEAM APPLICATIONS	6.2	1.6	-61.3	SPECTOR PHOTO GROUP	0.7	-2.8	-43.5
IRIS	43.6	1.6	-16.4	DEVGEN	6.7	-2.8	-54.9

### SBM OFFSHORE verkrijgt verlenging met 1 jaar van leasingcontract FPSO Falcon



### Boston meldt dat het 95.02% van MITISKA in handen heeft



## EUROPA – DJ EURO STOXX 50 –

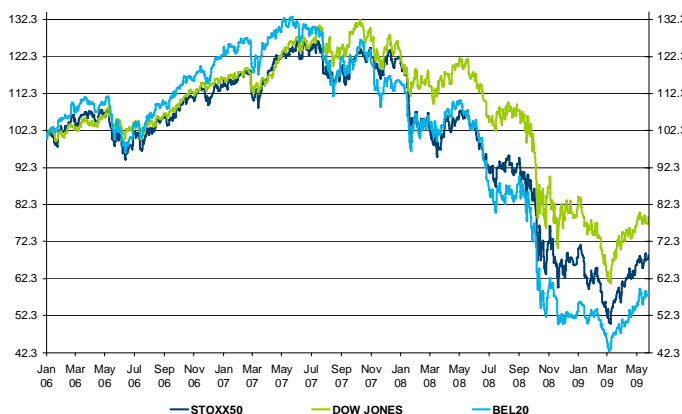
STIJGERS				DALERS			
	Prijs	% 1D	% 1J		Prijs	% 1D	% 1J
SOCIETE GENERALE	41.0	4.1	-38.6	DANONE	37.6	-5.1	-30.0
DAIMLER (XET)	25.8	4.0	-47.1	FORTIS	2.7	-2.1	-82.7
ENI	17.3	3.3	-34.7	DEUTSCHE BOERSE (X)	59.3	-1.3	-35.9
MUENCHENER RUCK. (C)	96.1	2.8	-18.6	CREDIT AGRICOLE	10.5	-0.9	-38.7
DEUTSCHE BANK (XET)	48.1	2.6	-33.5	L'OREAL	56.6	-0.8	-26.7

	Index	% 1D	% 1J	K/W	DY (in %)
S&P 500 COMPOSITE	910.3	2.6	-33.8	125.3	2.4
NASDAQ COMPOSITE	1750.4	3.5	-28.4	19.1	1.2
DOW JONES INDUSTRIALS	8473.5	2.4	-32.1	42.6	3.6
DJ EURO STOXX 50	2468.5	1.2	-33.7	14.1	3.8
FRANCE CAC 40	3270.1	1.1	-33.8	12.5	5.4
AEX INDEX (AEX)	263.4	1.1	-44.9	11.1	5.2
DAX 30 PERFORMANCE (XET)	4985.6	1.4	-28.3	22.7	3.9

Bel20 versus mid en small caps



Bel20 versus Dow Jones en DJ Euro Stoxx



## GRAFIEK VAN DE DAG

### Screening KBC Securities aandelenuniversum op basis van 4 selectiecriteria

AANDELEN <sup>5</sup> GESELECTEERD OP BASIS VAN MINIMAAL TWEE VAN DE VIER GEHANTEERDE SELECTIEMODELLEN			
Negatieve nettoschuldpositie <sup>1</sup>	Onderwaardering tegenover theoretische bodemkoers <sup>2</sup>	Negatieve impliciete groei <sup>3</sup>	KBC Bolero Waarderingsmodel <sup>4</sup>
		AXA SA	AXA SA
		Agfa Gevaert Nv	Agfa Gevaert Nv
		Ahold (Kon.)	Ahold (Kon.)
		BAM Groep	BAM Groep
Boskalis	Boskalis		
	CFE		CFE
Duvel Moortgat			Duvel Moortgat
	D'leteren	D'leteren	D'leteren
		Imtech	Imtech
		Kinepolis	Kinepolis
		Mobistar SA	Mobistar SA
Porthus		Porthus NV	Porthus NV
Texaf		Texaf	
Van de Velde			Van De Velde
		Wessanen Kon	Wessanen Kon
Zetes Industries		Zetes Industries SA	

*Bron: berekeningen KBC Bolero, ramingen KBC Securities, Factset 1geraamde nettoschuldpositie 2009 KBCS; 2bodemkoers uitgaande van winstdaling met 30% tegenover 2008 en KW van 10x; 3selectie van 20 aandelen met meest negatieve impliciete groei verrekend in huidige koers; 4kwart best presterende aandelen werd weerhouden; 5enkel aandelen uit KBC Securities aandelenuniversum werden weerhouden.*

Stock pickers zoeken constant naar de heilige graal, die ene ratio die de winnaars voor de komende 12 maanden eruit haalt. Een aandelenselectie enkel op basis van kwantitatieve criteria (balans en resultatenanalyse, waarderingscriteria) is echter gedoemd te mislukken. Kwalitatieve informatie moet in de analyse betrokken worden. We denken dan aan zaken zoals de concurrentieomgeving, de productportfolio, interne organisatie, impact van de grondstoffen, aanwezigheid in groeiemarkten, de strategische visie en het macro economische klimaat. Dit vereist veel opzoekingen en is één van de jobs van professionele (sell-side) analisten.

#### BOLERO WAARDERINGSMODEL

Wij gebruiken kwantitatieve criteria om te komen tot een eerste selectie van potentiële aankoopkandidaten. Zo kunnen we onze aandacht toespitsen op een 5 à 10-tal aandelen waarmee we dan aankloppen bij de collega's analisten van KBC Securities. Vandaag hanteren we drie modellen om het kaf van het koren te scheiden: het KBC Bolero Waarderingsmodel, een omgekeerd 'Earnings Discount Model' en de afwijking van de theoretisch berekende bodemkoersen. We kijken tot slot naar de netto schuldpositie, een cruciaal gegeven in geval de huidige recessie nog enige tijd aanhoudt.

Het KBC Bolero Waarderingsmodel is de meest uitgebreide van de 4 screenings. De aandelen worden beoordeeld en gerangschikt op basis van 11 ratio's (zie tabel 1). Twee daarvan hebben betrekking op het winstmomentum. *Positieve winstbijstellingen vertalen zich in een positief sentiment tegenover het aandeel. De belangrijke rol die psychologie speelt op de beurzen wordt doorgaans sterk onderschat.*

Waarderingsratio's wegen echter het zwaarst door in het model. De meeste criteria zijn genoegzaam bekend bij de doorwinterde belegger. Enkel de EV/EBITDA en de mogelijk verbazende keuze van koers-omzet vragen een woordje uitleg. Het voordeel van deze laatste ratio tegenover bijvoorbeeld de koers-winstverhouding is dat hij veel minder volatiel is van het ene op het andere jaar. De omzet is daarenboven moeilijker te manipuleren door de bedrijven.

De EV/EBITDA zet de ondernemingswaarde af tegenover de courante cashflow en is een veredelde versie van de traditionele koers-winstverhouding. De ondernemingswaarde stemt overeen met de marktkapitalisatie van het bedrijf plus de totale netto schuld. Afgezet tegenover de courante cashflow (voor intrestlasten en belastingen) geeft de ratio aan wat de behaalde return is tegenover de totale waarde van het bedrijf.

Onze werkplaats bevindt zich te midden van een leger analisten. We trachten van de nood een deugd te maken en verwerken hun gedegen kennis van de verschillende aandelen in ons waarderingsmodel. Automatische selectiesystemen houden geen rekening met toekomstige nieuwsfeiten niettegenstaande deze wel een belangrijk effect hebben op de waardering. Daar komt de interpretatie van de analist om de hoek kijken. Enkel aandelen met een KOOP of OPBOUW-advies worden weerhouden voor het eindklasserment.

# Beurs bij 't ontbijt

Koen De Leus

Bolero Markets Specialist

Bolero®

www.bolero.be



	(# op - # neer)/totaal # herziening winstverwachtingen 2009	% bijstelling winstverwachtingen 2009 voorbije 2M	PEG (KW / winstgroei '09- '10)	Koers-courante CF (volgende 12M)	Koers- omzet (volgende 12M)	Return on Invested Capital ( '08)	Koers-boekwaarde (volgende 12M)	Ondernemings- waarde / EBITDA'08
AXA SA	-0.2	-11.3%	0.6 x	3.8 x	0.3	1.89	0.6 x	6.9
Imtech	-0.1	-1.4%	26.0 x	6.3 x	0.3	17.40	2.1 x	5.8
CFE	-0.3	-21.4%	-0.3 x	3.6 x	0.2	13.61	0.9 x	3.2
Hamon And Cie	0.5	0.0%	-1.0 x	8.6 x	0.4	20.68	2.4 x	4.0
Kinepolis	-0.5	-2.9%	3.5 x	3.7 x	0.7	7.91	1.1 x	5.3
Wessanen Kon	-1.0	-27.4%	-2.3 x	4.4 x	0.1	6.67	0.6 x	6.5
Heijmans	-0.2	-84.6%	0.1 x	2.7 x	0.0	nb	0.3 x	8.0
Tessenderlo Chemie	-0.8	-54.6%	-0.5 x	4.2 x	0.3	12.64	0.8 x	5.7
D'leteren	0.3	1.8%	-1.3 x	1.3 x	0.1	5.29	0.7 x	4.2
SNS Reaal Groep NV	0.2	100.0%	0.0 x	nb	0.2	3.61	0.3 x	nb
Duvel Moortgat	0.3	1.7%	1.0 x	7.6 x	1.8	10.93	1.9 x	5.8
Ahold (Kon.)	0.1	-1.0%	1.2 x	6.2 x	0.4	14.73	1.8 x	5.4
Delhaize Group SA	0.7	0.6%	1.9 x	5.1 x	0.3	nb	1.2 x	5.0
Koninklijke BAM Groep NV	-0.7	0.4%	-0.2 x	3.9 x	0.1	6.35	1.0 x	7.5
Vopak Kon	0.0	4.4%	5.8 x	6.2 x	2.2	13.82	1.9 x	7.3
Recticel SA	-1.0	0.0%	nb	2.1 x	0.1	3.53	0.5 x	5.3
Porthus NV	nb	0.0%	0.2 x	nb	0.7	10.56	1.3 x	3.3
Euronav	-0.6	-53.5%	-0.3 x	3.2 x	1.5	19.12	0.7 x	6.8
ING Groep	-0.4	-48.5%	0.0 x	nb	0.3	25.47	0.7 x	nb
Mobistar SA	-0.4	-1.0%	-3.3 x	6.4 x	1.8	36.83	6.2 x	5.3
Colruyt SA	0.1	0.5%	1.9 x	11.3 x	0.8	30.0%	4.0 x	8.8
Resilux	-0.3	-2.0%	0.3 x	3.7 x	0.3	7.76	1.4 x	4.3
Van De Velde	-0.7	-5.7%	2.0 x	10.5 x	2.6	24.08	2.2 x	8.0
Agfa Gevaert Nv	-0.7	-56.6%	0.0 x	2.1 x	0.1	-7.66	0.4 x	3.8
Ter Beke	-1.0	-6.3%	0.5 x	3.0 x	0.2	nb	0.9 x	4.5
Barco	-0.3	-34.0%	0.3 x	3.4 x	0.3	4.96	0.6 x	3.5

Bron: KBC Securities, KBC Bolero, ratio's op basis van consensusverwachtingen Factset. Vet: aandeel behoort voor die ratio tot 25% best presterende binnen aandelenuniversum KBC Securities. Holdings worden niet weerhouden. Puntenverdeling: 1 punt / ratio behalve % afwijking koersdoel (0.5 punten). Nb: Niet bekend

# Beurs bij 't ontbijt

Koen De Leus

Bolero Markets Specialist

Bolero®  
www.bolero.be



	Dividend-rendement'08	Pay-out '08	Dividend-rendement '09	Pay-out '09	Return voorbije 5 jaar	Koers (18/05)	% afwijking hoogste punt voorbije 52 weken	Koersdoel KBC Securities	% opwaarts koers-potentieel	Score (op maximumscore van 11.5)	Advies KBC Securities
AXA SA	3.22%	32.80%	4.44%	33.94%	-22.6%	12.41	0.99	22.50	81.31%	8	KOPEN
Imtech	4.40%	36.96%	4.75%	37.23%	93.2%	13.40	0.42	20.00	49.31%	7	KOPEN
CFE	3.59%	19.89%	3.36%	24.78%	196.9%	29.49	1.44	42.50	44.12%	7	KOPEN
Hamon And Cie	2.53%	20.16%	2.89%	24.26%	341.2%	22.50	0.60	40.00	77.78%	6	KOPEN
Kinopolis	2.92%	27.19%	3.52%	33.45%	-6.4%	20.60	0.65	30.00	45.63%	6	KOPEN
Wessanen Kon	6.11%	40.29%	4.39%	39.30%	-70.8%	3.30	1.58	4.30	30.30%	6	OPBOUWEN
Heijmans	0.00%		0.49%	10.45%	-72.8%	4.94	3.33	6.00	21.46%	6	HOUDEN
Tessenderlo Chemie	5.01%	21.89%	4.97%	111.62%	-12.4%	24.79	0.52	30.00	21.02%	6	OPBOUWEN
D'leteren	2.02%	9.93%	2.02%	13.07%	-10.9%	143.00	0.49	170.00	18.88%	6	KOPEN
SNS Reaal Groep NV	9.47%		1.77%	137.66%		4.32	2.53	6.50	50.46%	5	OPBOUWEN
Duvel Moortgat	2.34%	38.72%	2.68%	39.41%	61.4%	38.01	0.20	50.00	31.54%	5	KOPEN
Ahold (Kon.)	2.10%	24.29%	2.40%	27.16%	48.7%	8.64	0.14	10.00	15.79%	5	OPBOUWEN
Delhaize Group SA	2.56%	29.44%	2.71%	29.75%	44.9%	53.63	0.02	60.00	11.88%	5	OPBOUWEN
Koninklijke BAM Groep NV	6.70%	25.88%	6.07%	35.28%	57.0%	7.46	1.15	7.50	0.50%	5	OPBOUWEN
Vopak Kon	3.23%	33.22%	3.34%	33.40%	159.9%	34.11	0.41	33.00	-3.24%	5	HOUDEN
Recticel SA	5.05%	64.17%	3.84%		-50.8%	3.32	1.86	2.00	-39.76%	5	HOUDEN
Porthus NV	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		8.35	0.43	15.00	79.64%	4	KOPEN
Euronav	17.95%	45.56%	4.52%	64.10%		11.55	1.67	19.00	64.50%	4	KOPEN
ING Groep	9.40%		1.99%	30.31%	-55.3%	7.85	2.28	12.50	59.24%	4	KOPEN
Mobistar SA	9.62%	94.62%	8.85%	92.74%	-4.0%	45.36	0.28	58.00	27.87%	4	KOPEN
Colruyt SA	2.22%	39.15%	2.50%	40.58%	91.1%	169.00	0.13	185.00	9.47%	4	HOUDEN
Resilux	0.00%	0.00%	0.52%	6.65%	-45.1%	35.44	0.14	38.00	7.22%	4	OPBOUWEN
Van De Velde	3.33%	40.58%	3.28%	40.09%	51.1%	26.52	0.18	28.00	5.58%	4	OPBOUWEN
Agfa Gevaert Nv	0.00%		0.00%	0.00%	-88.6%	2.15	1.74	2.25	4.65%	4	OPBOUWEN
Ter Beke	4.72%	78.04%	4.72%	60.93%	-19.5%	44.49	0.23	45.00	1.15%	4	HOUDEN
Barco	0.00%	0.00%	1.88%	82.62%	-73.3%	18.44	1.43	15.00	-18.66%	4	HOUDEN

Bron: KBC Securities, KBC Bolero, ratio's op basis van consensusverwachtingen Factset. Vet: aandeel behoort voor die ratio tot 25% best presterende binnen aandelenuniversum KBC Securities. Holdings worden niet weerhouden. Puntenverdeling: 1 punt / ratio behalve % afwijking koersdoel (0.5 punten). Nb: Niet bekend

## EARNINGS DISCOUNT MODEL

Het omgekeerde 'earnings discount model' laat ons toe de impliciete groei af te leiden waarmee de markt aan de huidige koers rekening houdt. We ontwikkelden dit simplistische model om het probleem van 'anchoring' te omzeilen. Anchoring verwijst in de 'behavioural finance' theorie naar het in rekening brengen van totaal irrelevante zaken bij het vormen van een opinie over bepaalde zaken. Zo zou de waardering van een aandeel volledig onafhankelijk moeten gebeuren van de huidige koers. In de praktijk gebeurt het soms dat de parameters van het waarderingsmodel nog wat beter 'gekalibreerd' worden indien de berekende waarde te veel afwijkt van de huidige koers. Het feit dat het koersdoel betrekking heeft op een beperkte investeringshorizon speelt natuurlijk eveneens een rol. De enige manier om de koers als anker los te laten, is door het investeringsmodel op zijn kop te zetten. Vertrek van de huidige marktprijs en ga na welke toekomstige groei hierin verrekend zit. Stel jezelf dan de vraag of die impliciete groei te optimistisch of te pessimistisch is. De formule die we gebruiken om de impliciete groei er uit te distilleren, is het populaire dividend discount model. In plaats van het dividend grijpen we in onze formule terug naar de winst.

De impliciete groeicijfers die het model weergeeft, moeten niet al te letterlijk genomen worden. Belangrijker is de vaststelling dat de groep van aandelen met de laagste impliciete groei tijdens de daaropvolgende jaren de hoogste return neerzet. Hoe langer de in beschouwing genomen returnperiode, hoe meer overtuigend de resultaten.

We onderzochten dit voor de 200 grootste DJ Stoxx 600-aandelen over de periode 1996-2008. Het kwartiel aandelen (25%) met de laagste impliciete groei zette als groep de hoogste return neer in het daaropvolgende jaar in 73% van de onderzochte gevallen. Dat percentage stijgt naar 78% en bijna 100% voor de gerealiseerde return over 3 en 5 jaar.

Impliciet verwachte groei op basis van omgekeerd 'earnings discount model' (obv slotkoersen 18/05/2009)			
NAAM	IMPL. GROEI	NAAM	IMPL. GROEI
D'leteren	-8.1%	Mobistar SA	-3.8%
Porthus NV	-6.6%	Miko	-3.7%
Arseus NV	-6.1%	Agfa Gevaert Nv	-3.6%
Omega Pharma	-5.5%	Lotus Bakeries	-3.4%
Koninklijke BAM Groep NV	-5.5%	AXA SA	-3.1%
Kinopolis	-5.4%	Ahold (Kon.)	-2.9%
Texaf	-4.9%	Ter Beke	-2.8%
Belgacom SA	-4.9%	Heijmans	-2.7%
Wessanen Kon	-4.3%	Vopak Kon	-2.7%
Zetes Industries SA	-4.2%	Imtech	-2.6%

## BODEMKOERS

In ons derde waarderingsmodel berekenen we de afwijking van de aandelenkoersen van hun theoretische bodemkoers. Noteren ze onder die bodemkoers, dan verrekenen ze een extreem slecht winstscenario. De vraag is dan of dit terecht is.

Hoe bepalen we de theoretische bodemkoers? We eisen op onze investering een minimumrendement. De rente op Belgische tienjarige obligaties bedraagt 4%. Gezien de precaire marktsituatie eisen we een risicopremie van 6% waardoor het vereiste winstrendement uitkomt op 10%. De koers-winstverhouding (KW) is de inverse van het winstrendement. De koers-winstverhouding die we toepassen om de bodemkoersen te berekenen, bedraagt bijgevolg 10 (= 1 / 10%).

We vertrekken van de gerealiseerde winst over 2008 en gaan voor 2009 uit van een winstdaling van 30%. De aldus berekende winst in combinatie met de KW van 10 levert een objectieve bodemkoers op. Voor aandelen die onder die bodemkoers noteren, gaat de belegger uit van een winstdaling die groter is dan 30%. Is dat terecht? We toetsen dit af met de door de analisten van KBC Securities vooropgestelde winstgroei. Blijkt dat zij een veel minder extreme winstdaling verwachten, dan gaan we ervan uit dat het aandeel te zwaar afgestraft is. De forse rally van de voorbije weken heeft ervoor gezorgd dat amper 3 aandelen onterecht onder hun bodemkoers noteren: D'Ieteren, CFE en Boskalis.

### Aandelen waarvan de koersen een zeer pessimistisch scenario verrekenen

Naam aandeel	Koers (18/05)	Verwachte winstgroei KBCS '08-'09 <sup>1</sup>	WPA'08 - 30%	Theoretische bodemkoers doemscenarior <sup>2</sup>	% afwijking huidige vs bodemkoers doem <sup>3</sup>
Euronav*	€ 11.55	-91%	4.58	45.82585	-65.72%
Dexia	€ 4.52	-35%	1.16	11.62	-61.10%
USG People	€ 7.66	-73%	1.47	14.66213	-47.76%
BAM Group	€ 7.46	-37%	1.37	13.68206	-45.48%
Tessenderlo	€ 24.79	-81%	4.03	40.26393	-38.43%
RealDolmen	€ 17.90	-54%	2.84	28.41461	-37.00%
D'Ieteren	€ 143.00	-22%	20.23	202.30637	-29.32%
CFE	€ 29.49	-18%	3.74	37.38336	-21.11%
Sipef	€ 31.40	-36%	3.61	36.09193	-13.00%
Bekaert	€ 74.75	-46%	8.45	84.50344	-11.54%
Boskalis	€ 17.44	-19%	1.92	19.22977	-9.31%
Randstad	€ 21.02	-65%	2.25	22.51564	-6.64%
DSM	€ 24.50	-53%	2.54	25.41525	-3.60%

Bron: KBC Securities, eigen berekeningen; <sup>1</sup> op basis van winst per aandeel vóór uitzonderlijke afschrijvingen, impairments, ...; <sup>2</sup> theoretische koers: winst'08 - 30% x 10 (KW: 10); <sup>3</sup> huidige versus theoretisch koers, negatief impliceert dat huidige koers rekening houdt met nog grotere winstdaling; \*Euronav WPA in \$, theoretische koers daarom herberekend in euro door te delen met 1.26.

## SCHULDGRAAD

In al de voorgaande modellen speelt winstgroei een centrale rol. De kredietcrisis zorgt er echter voor dat beleggers best ook de schuldgraad van de ondernemingen onder de loep nemen inclusief het potentiële risico van het doorbreken van de leningsconvenanten. Dat doen we aan de hand van ons laatste selectiecriteria. We gaan na welke bedrijven eind 2009 waarschijnlijk een negatieve netto schuldpositie kunnen voorleggen. Een negatieve ratio wijst op meer kasmiddelen dan financiële schulden. Holdings en biotechnologiebedrijven werden niet weerhouden in de selectie.

### Bedrijven met verwachte netto positieve kaspositie voor 2009 (in mio € en % marktkapitalisatie, koersen 18/05)

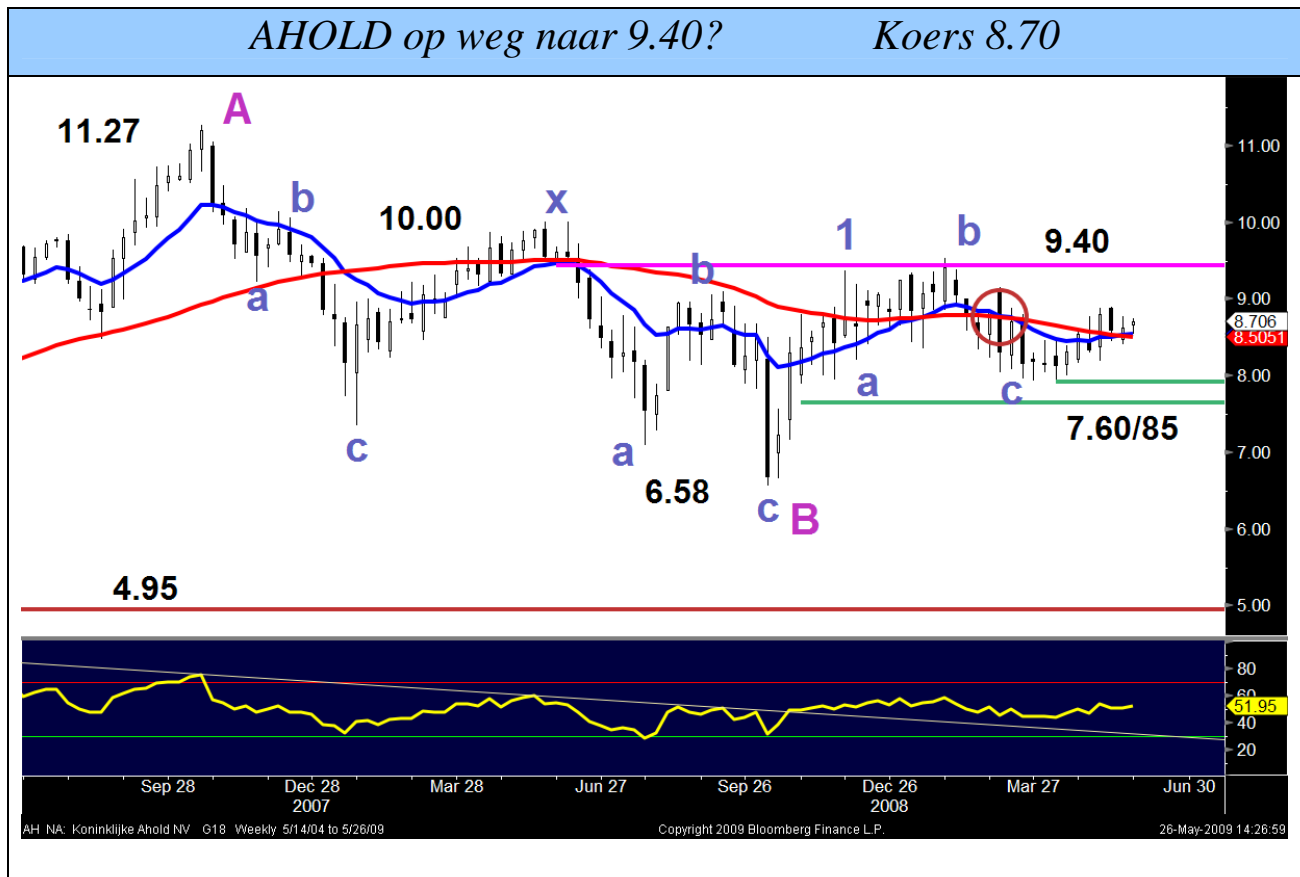
NAAM	Netto schuld <sup>1</sup>	Netto schuld in % marktkapitalisatie
Porthus	-4.35	-22%
Zetes Industries	-13.86	-18%
Global Graphics	-3.70	-17%
Option	-8.35	-15%
Nyrstar	-62.22	-11%
Van de Velde	-33.98	-9%
EVS Broadcast Equipment	-44.81	-9%
Texaf	-2.75	-8%
Colruyt	-402.52	-7%
Duvel Moortgat	-12.75	-6%
Sipef	-8.26	-3%
Boskalis	-26.26	-2%
Barco	-3.00	-1%

Bron: KBC Securities, KBC Bolero <sup>1</sup> Een negatieve ratio wijst op meer kasmiddelen dan fin.schulden binnen de onderneming; holdings en biotechnologiebedrijven werden niet weerhouden.

## SELECTIE

De allereerste tabel toont de aandelen uit het aandelenuniversum van KBC Securities die minstens in 2 van de 4 selectiemodellen tot de top behoren. Eén duidelijk profiel is moeilijk te ontwaren. Wel kunnen we de lijst in enkele subcategorieën onderverdelen. In de categorie van goedkoop gewaardeerde aandelen omwille van hun zwakke operationele prestaties plaatsen we Agfa-Gevaert en Wessanen. Potentieel interessante aandelen die lijden onder hun cyclische imago (al dan niet terecht) zijn onder meer Boskalis, CFE, BAM Groep, Imtech en D'Ieteren. Meer defensieve aandelenprofielen vinden we terug bij bedrijven zoals Ahold en Mobistar. Ook bij de talrijke aanwezige 'small caps' vinden we heel wat defensieve karaktertrekken terug. Duvel, Van de Velde, Porthus en Zenitel spreken alleen al door hun negatieve netto schuldpositie de meer risicoschuwe beleggers aan. De activiteiten van de drie eerst genoemde bedrijven evenals die van Kinopolis zouden daarenboven minder gevoelig moeten zijn voor de economische crisis.

## TECHNISCHE ANALYSE (Francis Smolders - KBC Securities -)



Ahold zette een historisch hoog neer op 32.75 euro in 1998. In de daaropvolgende jaren crashte de koers tot een dieptepunt van 2.02 euro. Vanaf 2002 startte een herstel waarbij het aandeel meer dan vervijfvoudigde tot 11.27 euro. Sindsdien is er een correctie gestart, die hoogstwaarschijnlijk eindigde op 6.58 euro.

De conclusie van de analyse van 2 maart laatstleden (prijs 8.45 – bruine cirkel) luidde als volgt: *“Na een blijkbaar impulsieve stijging bevindt Ahold zich in een correctiefase met bullish potentieel, maar waar de bodem nog moet gezet worden. Waarschijnlijk gaat dit gebeuren in of net boven de 7.40/8.00 euro zone. Als de koers over de volgende weken naar deze zone daalt, zou dit voor speculatieve lange termijninvesteerdere wel eens een goede gelegenheid kunnen zijn om in te stappen. Zekerheid dat de trein vertrokken is krijgen we pas als de koers opnieuw boven 9.00 euro begint te handelen.”*

Honderd procent zekerheid is er nog steeds niet, maar de kansen vergroten dat er in oktober 2008 een bodem werd geplaatst op 6.58 euro. Het scenario speelt zich voorlopig nog steeds af volgens de verwachtingen. Het 200-daags gemiddelde blijft steun bieden en het 15-weken voortschrijdend gemiddelde (blauwe lijn) begint boven het 50-weken voortschrijdend gemiddelde (rode lijn) te stijgen. Een doorbraak van de belangrijke weerstand op 9.40 zou duiden op beduidend hogere koersen.

De telling op basis van de Elliott Wave theorie is voorlopig nog steeds intact, maar de koers mag niet onder de 7.60/85 euro vallen, zoniet zullen we terug naar het tekenbord moeten.

Een eerste belangrijke weerstand komen we tegen op 9.00 euro. Zodra de koers hierboven begint te noteren is er meer potentieel voorhanden.

Samenvatting:

- Steunen: 7.40/8.00 (z er belangrijk) – 6.58 (bodem oktober 2008)
- Weerstanden: 9.00 (belangrijk) – 9.40 (z er belangrijk) – 11.27 – 12.00/13.35 (z er belangrijk)
- 200-daags gemiddelde: 8.50 (vlak)
- 200-weken gemiddelde: 8.20 (stijgend)

De 7.60/85 euro zone moet normaal gezien steun bieden voor een terugval over de volgende paar weken. Ergens in juni zal er waarschijnlijk een aanval plaatsvinden op de eerste weerstanden, 9.00 en 9.40 euro. Enkel na een doorbraak boven dat laatste niveau kunnen we flink hogere prijzen verwachten.

## KALENDER & KEY DATA

### MACRO KALENDER

Datum	Land	Event	Periode	Verwachting	Voorgaande
27-May	GE	CPI - EU Harmonised (MoM)	MAY P	0.20%	0.10%
27-May	FR	Consumer Confidence Indicator	MAY	-40	-41
27-May	FR	Business Confidence Indicator	MAY	73	71
27-May	US	MBA Mortgage Applications	May-22	- -	2.30%
27-May	GE	Consumer Price Index (MoM)	MAY P	0.10%	0.00%
27-May	US	House Price Index MoM	MAR	0.20%	0.70%
27-May	US	Existing Home Sales MoM	APR	2.00%	-3.00%
28-May	GE	Unemployment Change (000's)	MAY	64K	58K

### BEDRIJFSKALENDER

<b>27/05/2009</b>	Heijmans	General Assembly	<b>29/05/2009</b>	KBC Private Equity Fund	Results 1Q
	Zetes Industries S.A.	General Assembly		Punch Telematix	General Assembly
<b>28/05/2009</b>	4Energy Invest	General Assembly		RealDolmen	Results FY
	Ahold	Results 1Q		Retail Estates	Results FY
	BAM Group	Results 1Q	<b>01/06/2009</b>	Delhaize	Payment div.
	Delhaize	General Assembly		Miko	Payment div.
	D'Ieteren	General Assembly	<b>02/06/2009</b>	Galapagos	General Assembly
	Punch International	General Assembly		IBt	General Assembly
	Ter Beke	General Assembly		Mitiska	General Assembly
<b>29/05/2009</b>	Ackermans & van	Payment div.		Tessengerlo	General Assembly

### INTERNATIONALE WISSELKOERSEN

	Laatste	Vorige dag	Vorige maand	Verschil vorige maand (in %)
<b>Euro in dollar</b>	1.391	1.401	1.323	5.11
<b>Euro in yen</b>	131.76	132.95	128.38	2.63
<b>Dollar in yen</b>	95.01	94.85	97.17	-2.22

### GRONDSTOFFEN

	Laatste	Vorige dag	Verschil vorige dag (in %)	Verschil vorige maand (in %)
<b>Brent Olie (NY)</b>	61.2	60.8	0.8	18.4
<b>Goud</b>	958.8	957.0	0.2	5.4

### RENDEMENT RENTEVOETEN 10 JAAR

	Laatste	Vorige dag	Vorige maand
<b>Duitsland</b>	3.53	3.53	3.19
<b>VS</b>	3.49	3.45	3.00
<b>Japan</b>	1.45	1.45	1.42

## LEGENDE & DISCLAIMER

### VAAK GEBRUIKTE AFKORTINGEN

- EBIT: winst voor financiële resultaten en belastingen
- EBITDA: courante cashflow = winst voor financiële resultaten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen
- CF: Cashflow = nettowinst plus alle niet-kaskosten
- EV/EBITDA: ondernemingswaarde / courante cashflow; ondernemingswaarde = marktkapitalisatie + netto schuld
- FY: financieel boekjaar
- WPA: Winst per aandeel
- KW: Koers-winstverhouding = koers / winst per aandeel
- Rating systeem KBC Securities:
  - Kopen: Verwachte totale return (incl. dividenden) > 10% over de volgende 6 maanden
  - Opbouwen: Verwachte totale return (incl. dividenden) tussen 0 en 15% over de volgende 6 maanden
  - Houden: Verwachte totale return (incl. dividenden) tussen 5 en -5% over de volgende 6 maanden
  - Afbouwen: Verwachte totale return (incl. dividenden) tussen 0 en -15% over de volgende 6 maanden
  - Verkopen: Verwachte totale return (incl. dividenden) < 10% over de volgende 6 maanden

## 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. 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.be/disclosures](http://www.kbcsecurities.be/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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.