

## Buy

Koers (20/04/26)	EUR 1.98
Koersdoel	EUR3.00 (was EUR 2.70)
Risico	Medium
Bloomberg	CABKA:NA
Aantal uitstaande aandelen (m)	24.7
Market cap (m)	EUR 49m
Nettoschuld 12/25 (m)	EUR 63
Nettoschuld/EBITDA 12/26	2.8
Koersresultaat (1 jaar)	+1.5%
Vershil EuroStoxx	-22.2%
Volume (#/day)	4,285
L/H 1 jaar	EUR 1.41 -2.16
Vrij verhandelbaar	46.5%
RAM.ON Finance	49.3%
Eikenbosch	4.3%
	-
	-
	-
	-

### Bedrijfsprofiel

Cabka produceert pallets en grote containers die voornamelijk van gerecycled plastic zijn gemaakt met behulp van eigen technologie, en gebruikt steeds meer op maat gemaakte ontwerpen. Daarnaast produceert het eco-producten, volledig gemaakt van gerecycled plastic.



### Analist:

#### Luuk van Beek

Senior Equity Analyst  
+31 20 573 5471

l.vanbeek@degroofpetercam.com

## Cabka

### Solide start van 2026

- Omzet Q1-26 +7% tot EUR 47,3m, boven onze raming van EUR 44,5m, winstgevendheid verbeterd.
- Orderinstroom verbetert, management herhaalt de voorspelling voor hogere omzet en EBITDA voor het boekjaar 2026
- We verhogen onze schattingen bescheiden en verhogen ons koersdoel van EUR 2,70 naar EUR 3,00, Koop herhaalt

### Feiten: Omzet Q1 beter dan verwacht met hogere winstgevendheid

- **Q1 omzet beter dan verwacht.** Cabka rapporteerde een stijging van 7% in de omzet in Q1-26 tot EUR 47,3m, boven onze schatting van EUR 44,5m. Dankzij sterke uitvoering van de strategie en gedisciplineerd kostenbeheer verbeterde de winstgevendheid 'aanzienlijk' jaar-op-jaar.
- **Solide groei gedreven door Europa.** De omzetgroei profiteerde van sterke prestaties in Portfolio Europe (+10%) en Contract Manufacturing Europe (+32%), terwijl de verschuiving naar contractproductie in de VS ook bleef leiden tot een hogere capaciteitsbenutting. De Amerikaanse portefeuille-activiteiten (-18%) stonden onder druk zoals verwacht, maar de versterkte Amerikaanse verkooporganisatie blijft de pijlpijn opbouwen, wat in de loop van het jaar voor een verbetering zou moeten zorgen. Pooling & Customized Solutions in Europa (-1%) had solide onderliggende prestaties tegenover een sterke vergelijkingsbasis, terwijl het ECO-segment (+1%) hogere productverkopten zag die werden gecompenseerd door lagere recyclingkosten.
- **Herhaalt de richtlijnen voor FY26.** Cabka herhaalt zijn voorspelling voor hogere omzet en EBITDA in het boekjaar 2026. Er wordt toegevoegd dat orderinstroom zich positief ontwikkelde in de segmenten en dat het zich zal blijven richten op gedisciplineerde uitvoering en cashgeneratie terwijl het zich beweegt door de volatiele geopolitieke omgeving.

### Onze visie: Bemoedigend begin met een goed vooruitzicht

Dit is een zeer bemoedigende start van 2026, met een solide omzetgroei die zich ook vertaalt in hogere winstgevendheid. De groei in de verkoop helpt de bezetting van de fabrieken te verhogen, wat een krachtige drijfveer is voor margegroei gezien het hoge aandeel vaste kosten. In combinatie met het effect van de kostenbesparingen die vorig jaar zijn doorgevoerd, zou dit de marge moeten verhogen richting het doel van 13-15% voor 2028.

EUR	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Omzet uit verkopen	208.9	196.9	181.5	180.0	186.0	197.7	210.8
EBITDA	-15.5	19.8	18.1	21.0	22.3	26.7	29.5
Nettowinst	-29.8	1.7	-5.0	-6.1	-0.9	3.2	5.6
Winst per aandeel	-1.24	0.07	-0.20	-0.25	-0.04	0.13	0.22
CF per aandeel	-0.49	0.64	0.40	0.49	0.72	0.87	0.96
Dividend pa	0.15	0.15	0.00	0.00	0.15	0.06	0.09
EV/EBITDA	-12.4	10.4	6.8	5.1	5.0	4.3	3.9
Koers/winst	-4.9	88.2	-10.4	-7.2	-54.3	15.2	8.8
Dividendrendement	2.5%	2.5%	-	-	7.6%	3.0%	4.5%

Bron: Cabka/Degroof Petercam

Issuer-sponsored research. Dit rapport is issuer-sponsored research op basis van een overeenkomst tussen Degroof Petercam en het bedrijf, en wordt volledig door de laatste betaald. Meer informatie: zie de disclaimer sectie.

Het is ook een positief teken dat de pijplijn en orderinstroom blijven verbeteren, omdat dat het vertrouwen vergroot dat het bedrijf de rest van het jaar een goede omzetgroei kan blijven realiseren. De stijgende prijzen van nieuwe kunststoffen zouden de concurrentiepositie van Cabka moeten versterken, aangezien het voornamelijk gerecycled plastic gebruikt in plaats van nieuw plastic voor zijn producten.

We zullen onze schattingen bescheiden verhogen als gevolg van de sterke omzetvooruitzichten en bemoedigende opmerkingen over winstgevendheid.

### **Beleggingsconclusie: Kopen, koersdoelprijs verhoogd tot EUR 3,00**

We beoordelen de aandelen van Cabka a Buy en zien de volgende drijfveren voor de aandelenkoers:

- **Sterk aanbod dat voor hogere verkoopcijfers zorgt.** Het gunstige duurzaamheidsprofiel (dat steeds belangrijker wordt door nieuwe EU-regelgeving) in combinatie met aantrekkelijke totale kosten voor de gebruiker (total cost of ownership), zou Cabka in staat moeten stellen om de komende jaren marktaandeel te winnen. De versterkte verkooporganisatie zou moeten bijdragen aan de omzetgroei.
- **Verhoog de productie-efficiëntie.** Dankzij investeringen, vooral in de fabrieken in Weira en Hazelwood, heeft Cabka zijn efficiëntie verbeterd en tegelijkertijd de capaciteit verhoogd. In combinatie met andere kostenbesparende en efficiëntie-initiatieven zou dit de EBIT-marge in 2028 naar 13-15% moeten brengen en in 2030 tot >15%.
- **Waardering.** Door enkele tegenslagen in de afgelopen jaren verhandelt Cabka slechts met een EBITDA van 4x 2027, een aanzienlijke korting ten opzichte van vergelijkbare bedrijven. Ons koersdoel is gebaseerd op stabiele waarderingverhoudingen en DCF, en we verhogen dit van EUR 2,70 naar EUR 3,00 om de verwachte stijging in onze schattingen weer te geven. Dit koersdoel biedt aanzienlijke opwaarts potentiaal, boven het gemiddelde van ons Benelux-universum. We verwachten dat het winstherstel zal leiden tot een herwaardering van de aandelen.

Resultatenrekening (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Omzet	226.8	198.9	192.1	183.6	192.2	204.1	217.4
(waarvan uit verkopen)	208.9	196.9	181.5	180.0	186.0	197.7	210.8
<i>Organische groei j-o-j</i>	20.5%	11.4%	-21.7%	-0.4%	3.3%	6.3%	6.6%
Inkoop diensten & goederen	-131.5	-102.2	-99.9	-91.3	-96.6	-102.3	-108.9
Brutowinst	95.3	96.6	92.2	92.3	95.6	101.7	108.5
Personeelskosten	-40.4	-42.6	-44.9	-42.7	-44.6	-46.5	-45.7
Overige kosten	-70.4	-34.3	-29.2	-28.6	-28.6	-28.6	-33.2
<b>EBITDA</b>	<b>-15.5</b>	<b>19.8</b>	<b>18.1</b>	<b>21.0</b>	<b>22.3</b>	<b>26.7</b>	<b>29.5</b>
Aangepaste EBITDA	22.5	24.2	20.5	21.7	22.3	26.7	29.5
<i>Aangepaste EBITDA-marge</i>	<i>-22.4%</i>	<i>+7.6%</i>	<i>-15.3%</i>	<i>+6.0%</i>	<i>+2.7%</i>	<i>+19.6%</i>	<i>+10.6%</i>
EBITA	-33.2	2.8	-1.3	2.0	4.1	8.8	11.7
Aangepaste EBIT	4.5	7.1	0.4	2.3	3.7	8.4	11.3
<i>Aangepaste EBIT-marge</i>	<i>2.1</i>	<i>3.6</i>	<i>0.2</i>	<i>1.3</i>	<i>2.0</i>	<i>4.3</i>	<i>5.4</i>
Amortisatie	-0.3	-0.6	-0.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
<b>EBIT</b>	<b>-33.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>1.6</b>	<b>3.7</b>	<b>8.4</b>	<b>11.3</b>
Netto rentekosten	-0.8	-3.9	-4.1	-5.9	-4.8	-4.4	-4.4
Overige financiële kosten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Netto financiële kosten	-0.8	-3.9	-4.1	-5.9	-4.8	-4.4	-4.4
<b>Winst voor belastingen</b>	<b>-34.3</b>	<b>-1.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>4.0</b>	<b>6.9</b>
Belastingen	4.5	-0.3	-4.1	-3.1	0.2	-0.8	-1.4
<i>Belastingdruk</i>	<i>13.1%</i>	<i>-20.5%</i>	<i>-66.7%</i>	<i>-72.1%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
Resultaat deelnemingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aandeel derden	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Beëindigde activiteiten & bijzonder resultaat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	-29.8	-2.0	-10.3	-7.4	-0.9	3.2	5.6
<b>Aangepaste nettowinst</b>	<b>-29.8</b>	<b>1.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>3.2</b>	<b>5.6</b>
Balans (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
Materiële vaste active	77.6	80.8	83.9	71.9	69.8	69.0	69.3
Lease active	0.0	10.2	11.6	8.9	8.9	8.9	8.9
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige immateriële activa	0.7	2.8	2.7	2.2	2.1	2.0	1.9
Financiële vaste active	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Uitgestelde belastingvorderingen	7.3	8.0	5.9	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>Totaal vaste activa</b>	<b>85.8</b>	<b>101.9</b>	<b>104.3</b>	<b>87.6</b>	<b>85.4</b>	<b>84.5</b>	<b>84.7</b>
Voorraden	41.7	32.1	36.2	34.1	35.2	37.5	39.9
Handelsvorderingen	31.8	27.6	19.5	19.0	19.7	21.2	22.6
Overige vlottende activa	8.8	12.7	9.1	10.7	11.6	12.5	13.5
Geldmiddelen en kasequivalenten	21.0	7.3	4.4	3.1	2.5	3.1	19.1
<b>Totaal vlottende activa</b>	<b>103.3</b>	<b>79.5</b>	<b>69.3</b>	<b>66.9</b>	<b>69.0</b>	<b>74.2</b>	<b>95.0</b>
Activa aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Totaal activa</b>	<b>189.1</b>	<b>181.4</b>	<b>173.5</b>	<b>154.5</b>	<b>154.4</b>	<b>158.7</b>	<b>179.7</b>
Eigen vermogen	72.7	70.7	56.7	50.7	49.8	49.3	53.4
Aandeel derden & preferente aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Totaal eigen vermogen</b>	<b>72.7</b>	<b>70.7</b>	<b>56.7</b>	<b>50.7</b>	<b>49.8</b>	<b>49.3</b>	<b>53.4</b>
Langlopende rentedragende schuld	33.1	32.3	30.0	29.6	29.6	29.6	29.6
Langlopende leaseschuld	5.3	11.0	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
Pensioenvoorzieningen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige voorzieningen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uitgestelde belastingverplichtingen	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige langlopende verplichtingen	0.0	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>Totaal langlopende verplichtingen</b>	<b>39.0</b>	<b>43.4</b>	<b>39.4</b>	<b>38.9</b>	<b>38.9</b>	<b>38.9</b>	<b>38.9</b>
Kortlopende rentedragende schuld	25.3	17.5	32.2	22.1	22.0	25.0	40.0
Kortlopende leaseschuld	2.0	3.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Crediteuren	35.2	32.6	29.0	24.7	25.5	27.1	28.9
Overige kortlopende verplichtingen	14.9	14.0	10.9	12.8	12.9	13.0	13.2
<b>Totaal kortlopende verplichtingen</b>	<b>77.4</b>	<b>67.3</b>	<b>77.4</b>	<b>64.9</b>	<b>65.7</b>	<b>70.5</b>	<b>87.4</b>
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Totaal eigen vermogen &amp; passiva</b>	<b>189.1</b>	<b>181.4</b>	<b>173.5</b>	<b>154.5</b>	<b>154.4</b>	<b>158.7</b>	<b>179.7</b>

Bron: Cabka/Degroof Petercam



Kasstroomoverzicht (EUR m)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
EBIT	-33.5	2.3	-2.1	1.6	3.7	8.4	11.3
Afschrijvingen	17.7	17.0	19.4	19.0	18.2	17.9	17.8
Amortisatie	0.3	0.6	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
Bijzondere waardevermindering	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wijzigingen in voorzieningen	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Voorraadmutaties	-10.9	9.7	-4.2	2.1	-1.1	-2.2	-2.5
Mutaties in vorderingen	-6.6	0.4	11.6	-1.0	-0.7	-1.4	-1.4
Mutaties in schulden	6.9	-3.6	-6.6	-2.4	0.8	1.6	1.8
Mutaties in overige vlottende activa/passiva	0.0	0.0	0.0	3.0	-0.8	-0.8	-0.8
Veranderingen in het werkkapitaal	-10.7	6.5	0.8	1.7	-1.8	-2.8	-2.9
Overige operationele kasstroom	0.6	0.6	-0.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
<b>Operationele cashflow</b>	<b>-25.6</b>	<b>26.9</b>	<b>18.4</b>	<b>20.2</b>	<b>20.5</b>	<b>23.9</b>	<b>26.6</b>
Betaalde belastingen	-2.2	-1.2	-1.5	-1.6	0.2	-0.8	-1.4
Dividenden ontvangen uit deelnemingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Netto betaalde rente	-2.4	-3.7	-4.3	-4.8	-4.8	-4.4	-4.4
Overige kasstroom uit bedrijfsactiviteiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>	<b>-30.2</b>	<b>22.0</b>	<b>12.7</b>	<b>13.8</b>	<b>15.9</b>	<b>18.7</b>	<b>20.8</b>
Investeringsactiviteiten							
Investeringsactiviteiten in materiële activa	-24.2	-29.2	-18.1	-11.3	-13.0	-13.8	-14.8
Investeringsactiviteiten mat. activa/afschrijvingen	136.7%	172.0%	93.2%	59.4%	71.4%	77.4%	82.8%
Investeringsactiviteiten in immateriële activa	-0.4	0.0	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
Acquisities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Desinvesteringen	1.5	0.7	0.3	6.4	0.0	0.0	0.0
Overige investeringskasstroom	-1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>-25.0</b>	<b>-28.5</b>	<b>-18.4</b>	<b>-5.3</b>	<b>-13.3</b>	<b>-14.1</b>	<b>-15.1</b>
Financieringsactiviteiten							
Betaalde dividenden	0.0	-1.2	-3.7	0.0	0.0	-3.7	-1.5
Minderheids- en preferente dividenden	-65.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inkoop van eigen aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Opbrengsten uit uitgifte aandelen	106.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Betalings op leaseverplichtingen	-2.2	-2.2	-4.4	-3.4	-3.1	-3.2	-3.3
Overige financieringskasstroom	-0.1	-0.2	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>39.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-8.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-6.9</b>	<b>-4.8</b>
Veranderingen in consolidatie & valuta's	-17.2	-0.6	-1.8	1.8	0.0	0.0	0.0
<b>Mutatie in netto contanten (schuld)</b>	<b>-33.0</b>	<b>-10.6</b>	<b>-15.7</b>	<b>9.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>1.0</b>
FCF voor onderneming	-54.6	-5.7	-6.2	3.5	4.3	5.7	6.8
FCF voor aandeelhouders	-57.0	-9.4	-10.5	-1.3	-0.5	1.3	2.5
<b>Bedrijfswaarde &amp; geïnvesteerd kap. (EUR m)</b>	<b>12/22a</b>	<b>12/23a</b>	<b>12/24a</b>	<b>12/25a</b>	<b>12/26e</b>	<b>12/27e</b>	<b>12/28e</b>
Marktkapitalisatie	146.8	149.3	51.9	43.9	48.9	48.9	48.9
Langlopende schulden	33.1	32.3	30.0	29.6	29.6	29.6	29.6
Kortlopende schulden	25.3	17.5	32.2	22.1	22.0	25.0	40.0
Leaseschuld	7.3	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Kaspositie	21.0	7.3	4.4	3.1	2.5	3.1	19.1
Netto financiële schuld	44.7	56.8	72.0	62.8	63.3	65.7	64.7
Aandeel derden & preferente aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bedrijfswaarde-aanpassingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Bedrijfswaarde</b>	<b>191.5</b>	<b>206.0</b>	<b>123.9</b>	<b>106.7</b>	<b>112.3</b>	<b>114.7</b>	<b>113.6</b>
Eigen vermogen (groep aandeel)	72.7	70.7	56.7	50.7	49.8	49.3	53.4
Netto financiële schuld	37.4	42.6	57.8	48.6	49.1	51.5	50.5
Aandeel derden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aanpassingen geïnvesteerd kapitaal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Bron: Cabka/Degroof Petercam

Cijfers per aandeel (EUR)	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28ee
Aangepaste Winst per aandeel	-1.24	0.07	-0.20	-0.25	-0.04	0.13	0.22
Volledig verwaterde winst per aandeel	-1.09	0.06	-0.17	-0.20	-0.03	0.11	0.19
Gerapporteerde winst per aandeel	-1.24	-0.08	-0.42	-0.30	-0.04	0.13	0.22
Cash flow per aandeel	-0.49	0.64	0.40	0.49	0.72	0.87	0.96
FCF voor aandeelhouders per aandeel	-2.37	-0.39	-0.43	-0.05	-0.02	0.05	0.10
Dividend per aandeel	0.15	0.15	0.00	0.00	0.15	0.06	0.09
Boekwaarde per aandeel	3.03	2.86	2.30	2.05	2.02	2.00	2.16
<b>Aandelen (m)</b>							
Aantal aandelen aan het einde van het jaar	23.980	24.710	24.710	24.710	24.710	24.710	24.710
Gemiddeld aantal aandelen	23.980	24.410	24.680	24.710	24.710	24.710	24.710
Gemiddeld aantal verwaterde aandelen	27.310	28.040	29.910	29.910	29.910	29.910	29.910
Ratio's	12/22a	12/23a	12/24a	12/25a	12/26e	12/27e	12/28e
<b>Waarderingsanalyse</b>							
Aangepaste K/W	-4.9	88.2	-10.4	-7.2	-54.3	15.2	8.8
Koers/boekwaarde	2.0	2.1	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
Bedrijfswaarde/EBITDA	8.5	8.5	6.0	4.9	5.0	4.3	3.9
Bedrijfswaarde/EBITA	-5.8	72.6	-95.8	53.7	27.5	13.0	9.7
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	42.8	29.1	309.7	45.9	30.4	13.6	10.1
Bedrijfswaarde/geïnvesteed kapitaal	1.7	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Bedrijfswaarde/FCF	-3.5	-36.1	-19.9	30.3	26.1	20.1	16.6
FCF rendement	-38.8%	-6.3%	-20.2%	-2.9%	-1.1%	2.7%	5.0%
Dividendrendement	2.5%	2.5%	-	-	7.6%	3.0%	4.5%
<b>Financiële ratio's</b>							
Rentedekking	-41.8	0.6	-0.5	0.3	0.8	1.9	2.6
Nettoschuld/EBITDA	-2.9	2.9	4.0	3.0	2.8	2.5	2.2
Convenant nettoschuld/EBITDA	-1.7	2.6	3.9	2.7	2.6	2.2	1.9
Nettoschuld/eigen vermogen	61.5%	80.3%	126.8%	123.9%	127.2%	133.3%	121.1%
Nettoschuld/FCF	-0.8	-6.0	-6.9	-49.0	-119.5	50.2	26.2
ROCE vóór belastingen	-34.3%	2.0%	-1.8%	1.5%	3.7%	8.4%	11.0%
ROCE na belastingen	-22.9%	2.2%	-2.5%	2.2%	2.5%	5.7%	7.1%
Rendement op eigen vermogen	-53.5%	-2.7%	-16.1%	-13.8%	-1.8%	6.5%	10.8%
Werkkapitaal (in % van de omzet)	15.4%	13.1%	13.7%	14.6%	15.1%	15.6%	16.1%
Dividend als % van de winst	-12.1%	219.1%	-	-	-411.6%	45.0%	40.0%
<b>Margeanalyse en belastingtarief</b>							
Brutomarge	45.6%	49.1%	50.8%	51.3%	51.4%	51.5%	51.5%
Aangepaste EBITDA-marge	10.8%	12.3%	11.3%	12.1%	12.0%	13.5%	14.0%
EBITDA-marge	-7.4%	10.1%	10.0%	11.7%	12.0%	13.5%	14.0%
Aangepaste EBIT-marge	2.1%	3.6%	0.2%	1.3%	2.0%	4.3%	5.4%
EBIT-marge	-16.0%	1.2%	-1.1%	0.9%	2.0%	4.3%	5.4%
Aangepaste nettowinstmarge	-14.2%	0.9%	-2.7%	-3.4%	-0.5%	1.6%	2.6%
Belastingdruk	13.1%	-20.5%	-66.7%	-72.1%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>Growth analysis</b>							
Omzetverandering j-o-j	+22.4%	-5.7%	-7.8%	-0.8%	+3.3%	+6.3%	+6.6%
Organische omzetverandering j-o-j	20.5%	11.4%	-21.7%	-0.4%	3.3%	6.3%	6.6%
EBITDA-mutatie j-o-j	-158.9%	-227.9%	-8.4%	+15.8%	+6.3%	+19.6%	+10.6%
EBIT-mutatie j-o-j	-503.5%	-108.6%	-145.6%	-253.8%	+105.6%	+115.3%	+32.9%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	-793.6%	-105.6%	-397.3%	+22.8%	-85.2%	-457.5%	+72.4%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	-805.7%	-105.5%	-394.0%	+22.7%	-85.2%	-457.5%	+72.4%
Dividendwijziging j-o-j	-	-	-100.0%	-	-	-60.9%	+53.3%

Bron: Cabka/Degroof Petercam



## Issuer-sponsored Research

Dit rapport wordt beschouwd als issuer-sponsored research. Degroof Petercam is aangesteld door het bedrijf om deze research te publiceren en wordt hiervoor betaald.

Het rapport is toegankelijk op een aparte website voor issuer-sponsored research, maar is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers onder MiFID. Meer informatie over belangenconflicten kan worden gevonden in de sectie "belangenconflicten" hieronder, of op onze website.

## Vertaling

Deze publicatie is een vertaling van de originele Engelstalige versie van onze research. In geval van inhoudelijke verschillen tussen deze twee versies is de originele Engelstalige versie altijd leidend. Deze Engels versie kan worden gedownload op onze website <https://research.degroofpetercam.com/>.

## Degroof Petercam ESG Rating

ESG-leader

★★★★

Full ESG-reports:

<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=222&type=4555>

Environment

★★★★

Social

★★

Governance

★★

## Disclosures

None.

## Beoordelingssysteem & Waarderingsmethoden

### Over Degroof Petercam

Dit verslag is opgesteld door Bank Degroof Petercam SA/NV ("Degroof Petercam").

Degroof Petercam is een financiële instelling die toegelaten is door en onder prudentieel toezicht staat van, als kredietinstelling, de Nationale Bank van België en onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. Zij heeft haar maatschappelijke zetel te 44, rue de l'Industrie, 1040 Brussel en is ingeschreven bij de kruispuntbank voor ondernemingen onder nummer 0403.212.172.

### Niet goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder

Dit verslag is niet onderworpen aan enige wettelijke verplichting tot voorafgaande goedkeuring door een bevoegde toezichthoudende autoriteit. Dientengevolge is dit verslag niet ter goedkeuring voorgelegd aan een bevoegde toezichthoudende autoriteit en zal dit ook niet worden gedaan.

### Inhoud van het verslag

Dit rapport is opgesteld door het sell-side onderzoeksteam van Degroof Petercam. Alle meningen, standpunten, ramingen en projecties in dit rapport weerspiegelen de persoonlijke visie van de auteur op de betrokken onderneming en gerelateerde effecten op de datum van dit rapport. Dit rapport weerspiegelt niet noodzakelijk de standpunten van Degroof Petercam als instelling en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De analist(en) beweert (beweren) voorts geen betekenisvol financieel belang te hebben in één van de voornoemde ondernemingen, niet in een belangenconflict te verkeren en geen aansporing te hebben aanvaard van enige persoon met een materieel belang in de betrokken onderneming. De bezoldiging van de analisten is onderworpen aan het bezoldigingsbeleid van Degroof Petercam en kan hier geraadpleegd worden.

De informatie en opinies in dit rapport zijn samengesteld of afkomstig van bronnen die betrouwbaar en te goeder trouw worden geacht, maar er wordt geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, gegeven met betrekking tot hun nauwkeurigheid, volledigheid of juistheid.

Geldigheid van het verslag

Alle informatie, meningen of ramingen in dit verslag worden, ongeacht de bron, te goeder trouw verstrekt en zijn slechts geldig op de datum waarop dit verslag wordt gepubliceerd en kunnen worden gewijzigd. De waarde van elke investering kan ook schommelen als gevolg van marktveranderingen. Degroof Petercam is niet verplicht om de ontvangers van dit verslag op de hoogte te brengen van enige wijziging in dergelijke meningen of schattingen.

### Herziening door de betrokken onderneming van dit verslag

Degroof Petercam behoudt zich het recht voor om een ontwerp van het onderzoeksrapport (met uitzondering van - indien relevant - de doelwaarderingsvork/reële waarde en de aanbeveling) ter beoordeling voor te leggen aan de onderworpen onderneming met als enige doel onopzettelijke materiële feitelijke onjuistheden te corrigeren.

### Belangenconflict

Er moet worden opgemerkt dat Degroof Petercam en de betrokken onderneming een overeenkomst hebben gesloten met betrekking tot de productie van dit rapport. Degroof Petercam heeft een vergoeding ontvangen van de betrokken onderneming voor het opstellen en verspreiden van dit rapport. Deze vergoeding is (i) een vaste vergoeding die tussen de betrokken onderneming en Degroof Petercam werd overeengekomen vóór de opstelling en publicatie van dit verslag en (ii) in geen geval positief of negatief beïnvloed door de inhoud van dit verslag.

Wegens de brede activiteiten van de groep waartoe Degroof Petercam behoort, kan het voorkomen dat Degroof Petercam of één van haar verbonden ondernemingen



- posities aanhoudt of transacties uitvoert in de effecten van de hierin vermelde onderneming of een lid van haar groep;
- investment banking diensten voor dergelijke ondernemingen uitvoert of tracht uit te voeren (zoals corporate finance adviesdiensten);
- optreedt als market maker of liquiditeitsverschaffer voor de effecten van de hier genoemde vennootschap
- andere diensten verricht waartoe zij wettelijk gerechtigd is;
- een mandaat bezit in de betrokken vennootschap
- een aanzienlijke deelneming in de betrokken onderneming bezit.

In dit verband moet Degroof Petercam regelingen hebben getroffen om belangenconflicten tussen haarzelf en cliënten en tussen verschillende cliënten onderling te onderkennen, te voorkomen en te beheren. Degroof Petercam werkt volgens een beleid inzake belangenconflicten waarin Degroof Petercam die situaties heeft geïdentificeerd waarin sprake kan zijn van een belangenconflict en, in elk geval, de stappen die zijn genomen om dat conflict te beheren. Degroof Petercam heeft redelijke maatregelen genomen om ervoor te zorgen dat de objectiviteit van dit onderzoeksverslag en de onafhankelijkheid van de auteur gewaarborgd zijn en heeft verschillende regelingen getroffen (zoals interne beleidslijnen en procedures) om potentiële belangenconflicten te beheren. Degroof Petercam heeft bijvoorbeeld een beloningsbeleid, een procedure voor het verhandelen van persoonlijke rekeningen en verschillende organisatorische maatregelen zoals Chinese Walls geïmplementeerd die bedoeld zijn om onrechtmatige bekendmaking en gebruik van vertrouwelijke en gevoelige informatie te voorkomen. Wanneer de regelingen in het kader van ons beleid inzake belangenconflicten niet volstaan om een bepaald conflict te beheersen, zal Degroof Petercam de betrokken cliënt informeren over de aard van het conflict zodat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. Naast de voornoemde regelingen heeft Degroof Petercam ook de interne regelingen geïmplementeerd die worden vereist door artikel 37, lid 1, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 van de Commissie.

#### Geen aanbod

Dit verslag vormt geen aanbod of verzoek tot verkoop, aankoop of inschrijving van enig financieel instrument en mag niet worden opgevat als een aanbod of verzoek daartoe. Elk aanbod of het aangaan van een transactie vereist de daaropvolgende formele instemming van Degroof Petercam, die onderworpen kan zijn aan interne goedkeuringen en de uitvoering van bindende transactiedocumenten.

#### Geen beleggingsadvies

De informatie in dit rapport mag niet worden beschouwd als een persoonlijk advies en mag niet worden beschouwd als een aanbeveling van beleggingsadvies. Ontvangers mogen de inhoud van dit rapport niet opvatten als juridisch, fiscaal, boekhoudkundig of beleggingsadvies of persoonlijke aanbeveling. Bijgevolg is Degroof Petercam niet verplicht om de geschiktheid voor de ontvanger van enige hierin beschreven potentiële transactie te bepalen, en zal dit ook niet doen. Ontvangers moeten advies inwinnen bij hun adviseurs om de verdiensten, voorwaarden en risico's te bepalen van elke potentiële transactie die hierin wordt beschreven.

#### Toekomstgerichte verklaringen

Dit rapport kan toekomstgerichte verklaringen bevatten. Deze toekomstgerichte verklaringen zijn onderhevig aan risico's, onzekerheden en veronderstellingen en andere factoren die ertoe kunnen leiden dat de werkelijke resultaten, toestand, prestaties, vooruitzichten, groei of mogelijkheden wezenlijk verschillen van die welke in deze toekomstgerichte verklaringen tot uitdrukking komen of daardoor worden gesuggereerd. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen garanties voor toekomstige prestaties en er is geen garantie dat de schattingen of projecties zullen worden verwezenlijkt. De werkelijke resultaten kunnen afwijken van de prognoses en een dergelijke afwijking kan materieel zijn.

#### In het verleden behaalde en gesimuleerde resultaten

In het verleden behaalde of gesimuleerde resultaten, waaronder back-testing, modellering of scenarioanalyse, vormen geen aanwijzing voor toekomstige resultaten. Er wordt geen uitspraak gedaan over de nauwkeurigheid van de veronderstellingen in, of de volledigheid van, enige modellering, scenarioanalyse of back-testing.

#### Adviezen en waarderingsmethoden

De adviezen en koersdoelen van Degroof Petercam zijn gebaseerd op de verwachte koersontwikkeling ten opzichte van het universum van aandelen die gevolgd worden door Degroof Petercam Benelux. Het totale rendement dat nodig is voor een bepaald advies hangt af van het risicoprofiel ten opzichte van dit universum. Dit risicoprofiel wordt weergegeven door de bèta, zoals geschat door de analist. Aandelen met een laag risico hebben een geschatte bèta van 0,9 of minder, aandelen met een gemiddeld risico hebben een bèta tussen 0,9 en 1,3 en aandelen met een hoog risico hebben een bèta van 1,3 of meer. De vereiste relatieve koersontwikkeling voor een bepaald advies wordt aangegeven in de onderstaande tabel. De gegeven koersdoelen en de verwachte potentiële opwaartse/neerwaartse relatieve koersontwikkeling zijn altijd gebaseerd op een tijdshorizon van 12 maanden.

	Reduce	Hold	Buy
<b>Hoog</b> (Beta $\geq$ 1.3)	RP < -6%	-6% $\leq$ RP < 15%	RP $\geq$ 15%
<b>Middel</b> (0.9 < Beta < 1.3)	RP < -4%	-4% $\leq$ RP < 10%	RP $\geq$ 10%
<b>Laag</b> (Beta $\leq$ 0.9)	RP < -2%	-2% $\leq$ RP < 6%	RP $\geq$ 6%

RP: Relatieve koersontwikkeling vergelijken met het universum van aandelen gevolgd door Degroof Petercam

Ons beoordelingssysteem en onze koersdoelen proberen rekening te houden met sector-, bedrijfs- en/of algemene marktrisico's en volatiliteit. Bijgevolg is het mogelijk dat ons advies voor een aandeel en het aanbevolen koersdoel op een bepaald moment niet overeenkomen met het vermelde koersdoel voor 12 maanden. Onze koersdoelen zijn over het algemeen gebaseerd op een combinatie van waarderingsmethoden, waaronder DCF, SOTP, peer group-vergelijking, historische ratio-analyse en andere. De uitkomst van deze waarderingsmethoden is gevoelig voor zowel externe factoren (bijv. rentetarieven en marktwaarderingen) als aannames die we maken (bijv. over omzetgroei, winstgevendheid of waarderingskortingen). Houd er rekening mee dat zelfs kleine veranderingen in deze elementen kunnen leiden tot grote veranderingen in de richtprijs. Meer informatie over de voor dit bedrijf gebruikte waarderingsmethode is te vinden in de rapporten op <https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=45>.



#### **Geen aansprakelijkheid**

Degroof Petercam aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik van dit rapport of de inhoud ervan. Dit rapport beoogt geen uitputtende beschrijving te geven van het financiële instrument en van de emittent van het financiële instrument waarop het betrekking heeft. Hoewel alle redelijke zorg is besteed aan de nauwkeurigheid van de informatie in dit verslag, kan noch Degroof Petercam, noch een van haar verbonden ondernemingen, bestuurders, adviseurs of werknemers aansprakelijk worden gesteld voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie, of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die zouden voortvloeien uit het gebruik van of het vertrouwen op dit verslag, behalve in geval van opzet of grove nalatigheid. De informatie in dit rapport is niet onafhankelijk geverifieerd door een onafhankelijke derde partij.

#### **Distributiebeperking en gebruik van het rapport**

De inhoud is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en u dient dergelijke informatie of ander materiaal niet op te vatten als juridisch, fiscaal, beleggings-, financieel of ander advies. Niets in dit rapport is een verzoek, aanbeveling, goedkeuring of aanbod van Degroof Petercam of een derde dienstverlener om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen in dit of in enig ander rechtsgebied waarin een dergelijk verzoek of aanbod onwettig zou zijn volgens de effectenwetgeving van dat rechtsgebied.

Alle inhoud van dit rapport is informatie van algemene aard en is niet gericht op de omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Niets in het rapport vormt professioneel en/of financieel advies, noch vormt enige informatie in het rapport een alomvattende of volledige verklaring van de besproken zaken of de wet die daarop betrekking heeft. U bent als enige verantwoordelijk voor de beoordeling van de verdiensten en risico's in verband met het gebruik van informatie of andere inhoud in dit rapport, voordat u beslissingen neemt op basis van dergelijke informatie of andere inhoud.

Dit verslag mag niet rechtstreeks of onrechtstreeks buiten de EER (met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk) worden genomen of verspreid.

Voor zover enige informatie in deze communicatie wordt geïnterpreteerd als financiële promotie in de zin van de Financial Services and Markets Act 2000 van het Verenigd Koninkrijk, zoals gewijzigd ("FSMA"), wordt deze informatie uitsluitend verstrekt aan en is deze uitsluitend gericht op personen in het Verenigd Koninkrijk van wie redelijkerwijs kan worden aangenomen dat zij behoren tot de categorie personen aan wie dergelijke promoties mogen worden gecommuniceerd door een niet-erkende persoon op grond van een vrijstelling krachtens de FSMA (Financial Promotion) Order 2005 (de "FPO"). Dergelijke personen zijn onder meer:

- (a) personen die professionele ervaring hebben op het gebied van beleggingen en die beleggingsprofessionals zijn zoals gespecificeerd in artikel 19(5) van de FPO; en
- (b) vermogende bedrijven, verenigingen zonder rechtspersoonlijkheid en andere personen die onder de bepalingen van artikel 49 van de FPO vallen.

Als u niet tot deze categorie behoort, mag u de inhoud van deze communicatie niet lezen, erop vertrouwen of er enige andere actie op baseren.



## Voltooiing van het verslag en updates

Dit verslag werd voor het eerst verspreid door Degroof Petercam op 15 februari 2023 11:23 CET

Waarderingen worden voortdurend door de analist herzien en zullen regelmatig worden bijgewerkt en/of geactualiseerd. De beweegredenen voor een wijziging van de doelwaardering zullen in een dergelijke bijwerking/update worden toegelicht.

Een overzicht van het over dit bedrijf gepubliceerde onderzoek is te vinden op onze website:  
<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=0>

Dit rapport is vóór publicatie niet door het bedrijf beoordeeld.

Het rapport is nagelezen door Frank Claasen, Senior Equity Analyst.

## Lexicon

**Aandeel:** Bewijs van deelneming in het kapitaal van een onderneming.

**Bruto bedrijfswinst:** Vaak in het Engels omschreven als EBIT of operating profit. Dit is de winst voor interesten en belastingen.

**Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties:** Dit is hetzelfde als de EBITDA. Dit is de winst voor interesten, belastingen, afschrijvingen en amortisaties.

**Buy-and-build:** Dit is een term voor een strategie, voornamelijk gebruikt binnen private equity, waarbij een bedrijf steeds kleine acquisities doet en die integreert in het moederbedrijf. Dankzij synergiën kan men via zo'n acquisities vaak kosten besparen en dus de winstmarges verhogen.

**Capex (capital expenditure):** investeringen die het bedrijf doet in vaste materiële activa zoals gebouwen en machines

**DCF:** discounted cash flow, een methode om de waarde van een bedrijf te bepalen op basis van de toekomstige kasstromen, die contant worden gemaakt rekening houdend met de kapitaalkosten van het bedrijf (WACC)

**Dividend:** Deel van de winst dat periodiek door een onderneming aan haar aandeelhouders wordt uitgekeerd.

**Dividendrendement:** Het rendement dat een belegger ontvangt via het dividend op jaarbasis oftewel het dividend per aandeel als een percentage van de koers van het aandeel.

**Discount:** Dit is de korting van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers per aandeel is dus lager dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

**DPe:** Schatting van Degroof Petercam

**EBIT:** Bruto bedrijfswinst.

**EBITDA:** Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties

**EV:** Ook wel Enterprise Value of ondernemingswaarde genoemd. Dit is de som van de marktkapitalisatie en de netto schuldpositie.

**Free float:** Engels voor 'vrij verhandelbare aandelen'. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

**FCF:** Free cash flow. Engels voor 'vrije kasstroom'. Dit is het geld dat de onderneming ter beschikking heeft na kosten en investeringen.

**GAV:** Gross Asset Value of de bruto intrinsieke waarde. Dit is de som van alle activa in de portefeuille.

**Guidance:** de door het bedrijf afgegeven verwachting voor toekomstige resultaten

**Market cap:** Dit is de marktkapitalisatie van het bedrijf. Dit is de vermenigvuldiging van de koers per aandeel en het aantal uitstaande aandelen.

**Multiple:** Dit wordt gebruikt in de context van waardering. Een multiple betekent hoeveel keer iemand bereid is te betalen als een veelvoud van de winst, bruto bedrijfswinst, etc. Wanneer een aandeel een koers van EUR 100 heeft en een winst per aandeel van EUR 10 dan is de markt bereid om een multiple van 10 keer de winst te betalen.

**NAV:** Net Asset Value of de netto intrinsieke waarde van een bedrijf. Hierbij wordt de som genomen van alle activa in de portefeuille (=bruto intrinsieke waarde) en vervolgens wordt de netto schuld- of kaspositie er afgetrokken/bijgeteld. Vaak gelijk aan het eigen vermogen van de onderneming.

**NIW:** Dit is de Netto Intrinsieke Waarde, de Nederlandse vertaling voor NAV.

**p/a of p.a.:** per aandeel

**Premium:** Dit is de premie van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers is dus hoger dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

**Private equity:** Investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven

**Schuldgraad:** Dit is de mate waarin de onderneming met schuld is gefinancierd. Vaak is het gelijk aan de totale schuld als een percentage van de activa of als een veelvoud van de bruto bedrijfswinst. Bij investeringsmaatschappijen wordt bij schuldgraad verwezen

**SoP, Sum of the Parts:** methode om de waarde van een bedrijf te bereken op basis van aparte waarderingen van de verschillende onderdelen

**Treasury shares:** Dit zijn ingekochte eigen aandelen.

**Vrij verhandelbare aandelen:** In het Engels ook wel free float genoemd. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.



WACC: *weighted average cost of capital* de gemiddelde kapitaalkosten van een bedrijf bestaande uit de rentekosten op schulden en het vereiste rendement op eigen vermogen.

WPA: Winst per aandeel.

## Klachten

Elke klacht betreffende dit document per post of per e-mail ingediend worden op volgend adres (post of e-mail): Bank Degroof Petercam N.V. c/o Operational Risk Management, Nijverheidsstraat 44 – B-1040 Brussel - E-mail: [claims@degroofpetercam.com](mailto:claims@degroofpetercam.com) - Tel.: +32 2 287 98 83

Indien u zich niet kunt vinden in de voorgestelde oplossing van de hierboven vermelde dienst Klachtenbeheer, dan kunt u zich wenden tot: Bemiddelingsdienst Banken – Krediet Beleggingen op volgende adres: Ombudsfm - Ombudsman in financiële geschillen, North Gate II, Boulevard du Roi Albert II, nr. 8, bus 2, 1000 Brussel - Tel. : +32 2 545 77 70 - Fax : +32 2 545 77 79 - E-mail: [ombudsman@ombudsfm.be](mailto:ombudsman@ombudsfm.be).

# Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 – 1040 Brussels

De Entrée 238 A 7<sup>th</sup> floor – 1101 EE Amsterdam

Head of Global Markets – Laurent Pierret +32 2 662 86 54

## Equity Research / Analysts

Fernand de Boer	Retail/Food & Beverages	+31 20 573 5417
Amal Aboukhouatem	Real Estate	+32 2 662 8653
Frank Claassen	Industrials	+31 20 573 5409
Vincent Koppmair	Real Estate	+32 2 287 9673
Vivien Maquet, CFA	Real Estate	+32 2 287 9824
Michael Roeg	Technology	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotech/Healthcare	+32 2 287 9771
Luuk van Beek	Engineering/IT/Greentech	+31 20 573 5471
Christel De Clerck	Support & Editing	+32 2 662 8302

## Corporate Brokerage & Syndication

Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Charlotte Mertens	Corporate access	+31 20 573 5416
Michele Van Ossel	Corporate access	+32 2 287 9114

## Sales / Equity Sales

Anthony della Faille	+32 2 662 8724
Simon Vlamincq	+32 2 662 8291
Assia Adanouj	+32 2 662 8768
Gilles Delcroix	+32 2 287 9594
Jeroen Van Genuchten	+31 20 573 5428
Beatrice Leysens - Assistant	+32 2 662 8262

## Sales Trading

Fabrice Faccenda	+32 2 662 8986
Frédéric Lebrun	+32 2 287 9190
Laura Roba	+32 2 287 9276
Mathieu Vilette	+32 2 287 9782

## Fixed Income

An-Sofie Meirsschaut	+32 2 662 8665
Tars De Meulenaere	+32 2 662 8219
Lieven Krikilion	+32 2 287 9559
Pierre-Matthias Drienne	+32 2 287 9184

## Derivatives

Karim Marrakchi	+32 2 662 8940
Thierry De Wispelaere	+32 2 662 8674