



Bolero

TOPIC

# Logistiek vastgoed

## Trends en favoriete aandelen van KBC Securities

25 mei 2021

RESEARCH: JOACHIM VANSANTEN EN WIDO JONGMAN (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR KBC SENIOR FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loop nemen.

---

**Logistiek vastgoed** heeft de wind in de zeilen, met dank aan de gestage **opmars van e-commerce** die door de coronapandemie en de daaruitvolgende **lockdowns** in een heuse **stroomversnelling** is geraakt.

In dit dossier schuift KBC Securities zijn **drie favoriete aandelen** naar voren en gaat sectoranalist Joachim Vansanten dieper in op de **drijfveren voor de groei** van het logistieke vastgoedsegment, de evolutie van de huurprijzen en het **rendement**, en de implicaties van een mogelijke **rentestijging** voor vastgoedbedrijven.

---

*Bolero wijst u erop dat de informatie in dit dossier, met inbegrip van de koersdoelen en aanbevelingen, dateert van 25 mei 2021 en dus een momentopname is. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.*

## Supercyclus voor logistiek vastgoed

Logistiek vastgoed heeft de wind in de zeilen, met dank aan de jarenlange gestage **opmars van e-commerce** én aan de **coronapandemie**, die als het ware een **turbo op online winkelen** zette. Maar ook als de maatschappij de pandemie verteerd zal hebben, heeft de sector nog behoorlijk wat **opwaarts potentieel**.

Dat is **goed nieuws voor de vraag naar vastgoed**, terwijl op het aanbod stilaan een rem komt te staan. Dat moet per saldo **structureel hogere huurprijzen** opleveren. Die interessante cocktail zette KBC Securities-sectoranalist Joachim Vansanten ertoe aan het logistieke vastgoedsegment grondig onder de loep te nemen. KBC Senior Financial Economist Tom Simonts strikte hem voor een interview.

### Waarin verschilt logistiek vastgoed van klassiek vastgoed?



Analist Joachim Vansanten: “Het verschil zit vooral in het **soort huurders**. Bij residentieel vastgoed spreken we over consumenten, terwijl kantoorvastgoed het moet hebben van bedrijven die hun werknemers willen huisvesten. Logistiek vastgoed heeft **ondernemingen die sterk berusten op logistieke stromen** als klant, die niet zonder aangepast logistiek vastgoed kunnen. Denk aan bedrijven zoals **DHL, Amazon, Bol.com**, etc. Dit bedrijfstvastgoed kan zowel de vorm aannemen van een **opslagruimte**, een crossdocking-magazijn, een **distributiemagazijn** of een combinatie van beide.”

### Welke krachten schuilen achter de sterke prestatie van logistiek vastgoed?

Analist Joachim Vansanten: “De afgelopen tien jaar werd de vraag naar logistiek vastgoed gedreven door veranderingen in de **noden van de consument**, die wilde kunnen kiezen uit een almaar **breder gamma** aan producten. De laatste jaren manifesteerde die verandering zich meer en meer op het niveau van de **snelheid** waarmee die producten **beschikbaar** moeten zijn, waardoor **e-commerce** een essentiële rol heeft kunnen spelen.

We zijn van mening dat **e-commerce met voorsprong de belangrijkste drijfveer** zal blijven voor groei in de sector van het logistieke vastgoed. Verschillende studies tonen aan dat een **digitale winkel tot drie keer meer logistieke panden nodig** heeft dan een klassieke winkel. Een iets minder belangrijke groeifactor is het feit dat winkels momenteel de omvang van hun **voorraadniveaus** herbekijken, omdat de trend van “just-in-time”-leveringen (JIT) aan belang heeft moeten inboeten.”



## Zal e-commerce ook op langere termijn voor groei kunnen zorgen?

Analist Joachim Vansanten: “De penetratie van e-commerce als percentage van totale kleinhandelsverkoop in Europa bedraagt vandaag naar schatting zo’n 16%, met een hoogste niveau van 25%. Er is dus zeker **ruimte voor groei**, vooral eens **‘Generation Z’** een steeds groter deel van de verkoop zal uitmaken. Die generatie heeft e-commerce met de paplepel mee gekregen, terwijl dat voor mensen tussen 17 en 70 jaar heel wat anders ligt. In die categorie heeft slechts 60% van de consumenten in 2020 minstens één keer een onlinebestelling geplaatst, m.a.w. 40% van de klanten bestelde vorig jaar niets online. De **lockdowns** zorgden in 2020 wel voor een **versnelling** in die adoptie, waarvan een groot deel naar schatting blijvend zal zijn, maar toch...”

## De vraag naar logistiek is duidelijk “here to stay”. Kan het aanbod volgen?

Analist Joachim Vansanten: “We denken dat het **steeds moeilijker zal worden** om aan de vraag naar nieuw logistiek vastgoed te kunnen voldoen. Een aantal elementen liggen aan de basis van die verwachting. Niet in het minst worden **beschikbare gronden steeds schaarser** en dat heeft zo zijn **impact op de kostprijs**. We zien bijvoorbeeld dat WDP en Montea voor het eerst **magazijnen met een verdieping** bouwen. Dat is iets wat economisch niet interessant is als de prijs van grond laag is. Een hoger gebouw vraagt immers **bouwtechnisch meer inspanningen** en is dus **duurder** dan de klassieke ‘dozen’ die we in het straatbeeld zien.

Ook met die ‘dozen’ is trouwens iets aan de hand, want we merken dat overheden steeds **voorzichtiger** worden in het toekennen van **bouwvergunningen**. De groeiende druk van **duurzaamheidsfactoren** weegt op het beslissingsproces, samen met de **esthetische vervuiling**. Ook de vaststelling dat de bouw van grote distributiecentra niet gepaard is gegaan met een **evenredig aantal banen** zet aan tot een grotere weerstand.”

## Meer vraag en minder aanbod; dat moet zich in hogere huurprijzen vertalen?

Analist Joachim Vansanten: “We hebben geen indicatie over de omvang van de vraag uitgedrukt in vierkante meters of over het aantal projecten dat nog in de pijplijn zit. De **timing van de mismatch** tussen beide is vandaag dus **moeilijk in te schatten**, maar zeker is wél dat de **huurprijzen op de lange termijn zullen stijgen**. Vandaag zien we al enkele eerste indicaties.

**Huurprijzen** worden jaarlijks aangepast aan de **inflatie**. En ook al is de inflatie vandaag bescheiden, over de looptijd van een contract van 10 jaar kan dat een flinke slok op de borrel schelen ten opzichte van de initiële huurprijs. Wanneer



die contracten op de vervaldag hernieuwd moeten worden, gebeurt dat aan de huidige markttarieven. Die zijn vaak lager dan de oorspronkelijke huurprijzen, die ondertussen geïndexeerd zijn. Het voorbije jaar lijkt die redenering niet meer op te gaan; de **huurprijs lijkt nu dus mee te groeien met de inflatie**.



Verhuurders zullen die huurgroei weliswaar nog **niet meteen kunnen verzilveren**, aangezien ze vastzitten aan contracten voor een langere termijn. Binnen onze coverage van Benelux-vastgoedaandelen heeft Intervest Offices & Warehouses bijv. de kortste gemiddelde huurlooptijd, maar dat is nog altijd 4,6 jaar.”

### Door de opmars van e-commerce lijken structurele stijgende huurprijzen onafwendbaar. Naar analogie met de grondstoffensector klinkt dat als een ‘supercyclus’?

Analist Joachim Vansanten: “Op langere termijn denken we inderdaad dat de **rendementen van de vastgoedbedrijven structureel kunnen stijgen**. Dat is op lange termijn meteen ook de belangrijkste ‘value driver’ voor de bedrijven en de beleggers. Zeker die bedrijven die vandaag al over ontwikkelbare grond beschikken, staan er goed voor, omdat de concurrentie voor **schaarser wordende gronden opwaartse druk op de prijzen** zal blijven zetten. Dat de huurprijzen ondertussen in de lift zitten, blijkt overigens uit indicaties dat verhuurders bij enkele recente deals de indexatie – zoals eerder vermeld – niet altijd meer moeten afgeven.”

### Zie je nog andere risico’s voor het scenario?

Analist Joachim Vansanten: “Hoewel we in 2020 de grootste **economische crisis** van de voorbije decennia hebben gekend, zien we dat de faillissementen van huurders momenteel op een historisch laag niveau staan. Dat heeft natuurlijk alles – of toch veel – te maken met de **overheidsmaatregelen** die voor de nodige steun hebben gezorgd. Als die steunwielen wegvallen, bestaat er een risico dat enkele **huurders alsnog failliet** zullen gaan, en dat kan op korte termijn een impact hebben op de bezettingsgraad.”

### Welke rol speelt de klim van de rente in dit verhaal?

Analist Joachim Vansanten: “Wat de evolutie van de rente betreft, hebben we drie scenario’s. Bij een beperkte renteklim hangt alles af van wat die heeft veroorzaakt. Als een klim van de **inflatie** de belangrijkste drijfveer is, dan is de impact te verwaarlozen omdat door de prijsstijgingen ook de huurprijzen mee de hoogte ingaan.

Als het in het tweede scenario om een **stijging van de reële rente** gaat, wanneer de rente sterker stijgt dan de inflatie, en het is een beperkte stijging die gedreven is door de **economische groeiverwachtingen**, zie je nagenoeg eenzelfde **neutrale impact** als in het eerste scenario. De rentevoet stijgt weliswaar in het model, maar de groeivoet stijgt ook. Logistieke activa blijven immers vooral ook **cyclisch**. Op korte termijn kan er wel een **impact op het sentiment** zijn, omdat de meeste investeerders de groeiverwachtingen in hun model pas met vertraging zullen aanpassen.”

### En wat als de rente echt snel zou stijgen ?

Analist Joachim Vansanten: “Dat brengt ons bij het derde scenario: bij een stevige klim van de rente komen we in een **minder gunstig scenario** terecht, vooral als die rentestijging zich snel doorzet. Echt problematisch wordt het als de **liquiditeit opdroogt**. Dat is een belangrijk pijnpunt waarbij enkele nieuwe risico’s om de hoek komen loeren. Vastgoedspelers zijn immers sterk **afhankelijk van bankfinanciering**, de ene al meer dan de andere. Ook de **rentekost** is een belangrijk onderdeel van de resultaten. En als andere activa door de gestegen rente interessanter worden, zoals bijvoorbeeld obligaties, zal dat **ten koste gaan van aandelen**. En dus zeker ook van vastgoedaandelen, want die verliezen dan hun status als notoire, betrouwbare en gulle dividendbetaler.”

## Logistiek vastgoed: 3 favoriete aandelen van KBC Securities

De sectoranalisten van KBC Securities (KBCS) – die Benelux-aandelen opvolgen – hielden de **voorzichten voor logistiek vastgoed** tegen het licht en kwamen tot de conclusie dat het segment nog wel wat extra digitale jus in de benen heeft. Dat vertaalde zich meteen ook in een doorlichting van de aandelen en de selectie van **drie favorieten**.

VGP en Intervest Offices & Warehouse genoten bij KBCS al een “Kopen”-advies, maar voor Montea zat er op 11 mei 2021 een adviesverhoging van “Houden” naar “Opbouwen” in. WDP viel naast het podium: het advies ging op 11 mei 2021 van “Kopen” naar “Houden”, wegens te weinig katalysatoren op korte termijn. In wat volgt leest u waarom de drie andere aandelen tot favorieten van KBC Securities worden uitgeroepen.



## VGP (ISIN-code: BE0003878957)

De **winst** van VGP zal **sterk blijven groeien**, vooral dankzij een toegenomen ontwikkelingsactiviteit. KBCS verwacht dat het gewicht van de recurrente inkomsten (verhuur + vermogensbeheer) zal stijgen van 18,5% tot 47,5% in 2024. Het **koersdoel van 162 euro** en het **“Kopen”-advies** worden gedragen door het vooruitzicht op de **opname in de EPRA Developed Index** (juni) en de **oplevering van projecten** bovenop het huidige tempo van 600.000 vierkante meter aan ontwikkeling per jaar.

### Winstvooruitzichten

Voor de komende jaren verwacht KBCS dat de winstgroei vooral gedreven zal worden door de ontwikkelingsactiviteiten van VGP.

FY/e 31.12	2020	2021E	2022E	2023E
Sales (€ m)	29.6	37.0	52.0	63.6
REBITDA (€ m)	425.5	407.9	301.7	321.2
Net earnings (€ m)	370.9	331.2	248.7	270.8
Diluted adj. EPS (€)	18.58	16.09	12.08	13.16
Dividend (€)	3.02	3.60	3.60	3.60
P/E	5.99	8.80	11.72	10.76
EV/REBITDA	6.72	8.79	12.18	11.68
Free cash flow yield	-3.3%	-1.0%	-0.5%	-0.1%
Dividend yield	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%

Gezien de **voorspoedige vooruitzichten voor de logistieke sector** gaat KBCS ervan uit dat de investeringen hoger zullen liggen dan 600.000 vierkante meter per jaar. In de tussentijd zal het percentage van de recurrente huurinkomsten bij de **joint ventures** belangrijker worden. Tegen 2024 moet dat cijfer stijgen van 18,5% vandaag tot 47,5%. Het vermogen van VGP om **kapitaal snel te recyclen** is een belangrijk concurrentievoordeel.

### Risico's en katalysatoren

Positief is dat VGP beter kan presteren dan de huidige prognose voor de **ontwikkelingsgraad** van 600.000 vierkante meter per jaar. Een verhoging **tot 800.000 of 1.000.000 vierkante meter** zou bij KBCS resulteren in een positieve herziening van het koersdoel met resp. 18% en 36%. Daarnaast is er **ruimte voor huurgroei** op vergelijkbare basis, al zal die zich de komende jaren nog niet concretiseren.

Minder dan verwacht investeren zou dan weer een duidelijk **neerwaarts risico** zijn: een tekort van 100.000 tot 200.000 vierkante meter zou het koersdoel met resp. 10,6% en 21,1% kunnen verlagen. Bovendien is er het risico voor **dalende ontwikkelingsmarges** als gevolg van toegenomen concurrentie.

### Waardering

KBCS waardeert VGP aan **162 euro per aandeel**, op basis van twee verschillende som-der-delen-waarderingsmodellen. Gezien het opwaarts potentieel wordt dit vertaald in een **“Kopen”-advies**. **Katalysatoren** voor het aandeel zijn onder meer de opname in de EPRA Developed Index (verwacht in juni) en indicaties dat de ontwikkelingen aan een hoger tempo gebeuren dan het huidige.



## Intervest Offices & Warehouses (ISIN-code: BE0003746600)

Voor Intervest O&W verwacht KBC Securities in de toekomst een **trage winstgroei**. Ondanks het **verminderde risicoprofiel** van het bedrijf is de waardering van Intervest gedaald op basis van de impliciete ‘yield spread’. Het **“Kopen”-advies** en **koersdoel van 33 euro** worden bijgevolg herhaald.

### Winstvooruitzichten

Het historische track record van de winst is de voorbije 10 jaar eerder volatiel geweest. Intussen is er een **nieuw management** op post en KBCS verwacht dat de **winst in de toekomst stabiel** zal zijn.

FY/e 31.12	2020	2021E	2022E	2023E
EPRA Earnings (€ m)	40.3	43.1	43.0	45.6
Portfolio Result (€ m)	8.0	19.0	0.0	0.0
Net Profit (€ m)	46.1	63.6	43.0	45.6
EPRA EPS (€)	1.60	1.66	1.62	1.67
EPRA NAV (€)	22.4	23.5	23.6	23.8
P/E	14.38	13.33	13.70	13.26
EV / EBITDA	21.19	21.25	22.62	22.68
DPS (€)	1.53	1.53	1.53	1.53
Dividend Yield	6.6%	6.9%	6.9%	6.9%

Aangezien enkele belangrijke **huurders vertrekken** (Nike, PwC, Galapagos en ASML), zal de **winstgroei in 2022 en 2023 naar verwachting wel dalen**. De gebouwen van Nike en ASML zouden echter na zes maanden opnieuw verhuurd moeten zijn. Bijkomend zouden Genk Green Logistics en andere niet-geïdentificeerde investeringen beginnen renderen, wat de winstgroei na 2023 zal aanzwengelen. Alles samen rekent KBCS voor 2020 tot en met 2023 op een gemiddelde **groei van het EPRA-resultaat met 1,9%**. Met een schuldratio van 41,5% heeft Intervest de balanscapaciteit om de investeringen de komende 22 maanden te financieren, zonder dat er extra geld nodig zal zijn.

### Risico's en katalysatoren

Een **positief risico** is de mogelijkheid dat het **Galapagos-gebouw** na 1 of 2 jaar opnieuw wordt verhuurd. In een dergelijk scenario kan het huidige koersdoel resp. 3,5% en 3,4% hoger. Daarnaast verwacht KBCS ook bij Intervest **huurgroei**. Gezien de gemiddelde looptijd van de huurcontracten van de logistieke portefeuille (4,6 jaar) zal het wel nog hele tijd duren vooraleer dit zichtbaar wordt in de cijfers.



Een **neerwaarts risico** betreft de **investeringen**, meer bepaald als die lager zouden uitkomen dan verwacht. Een tekort van 20% zou resulteren in een daling van de geschatte faire waarde met 2%. Daarnaast bestaat er altijd een risico dat **projecten minder winstgevend**, en dus minder waard, worden.

## Waardering

In de afgelopen 10 jaar is de **'spread'** tussen Intervests impliciete rendement en de 10-jaarsrente op Duitse obligaties **toegenomen**. Dit terwijl het **risicoprofiel** volgens KBC Securities net is **afgenomen**. Tegen een notering van 22,2 euro noteert Intervest aan een spread van 6,5%, aan de bovenkant van de historische premie. Dat is volgens KBCS onterecht.



## Montea (ISIN-code: BE0003853703)

KBCS gaat ervan uit dat het **positieve winstmomentum** voor Montea zal aanhouden. Samen met de recente verhoging van het verwachte investeringsvolume sijnelde dat vooruitzicht bij KBCS door in een **hoger koersdoel** (van 95 naar 102 euro op 11 mei 2021) en **dito advies** (van "Houden" naar "Opbouwen" op 11 mei 2021).

## Winstvooruitzichten

KBCS heeft er vertrouwen in dat Montea het **positieve winstmomentum** kan voortzetten, omdat er **geen noemenswaardige tegenslagen verwacht** worden.

FY/e 31.12	2020	2021E	2022E	2023E
EPRA Earnings (€ m)	55.8	59.1	64.2	71.8
Portfolio Result (€ m)	107.3	0.0	0.0	0.0
Net Profit (€ m)	155.0	59.1	64.2	71.8
EPRA EPS (€)	3.50	3.67	3.94	4.35
EPRA NAV (€)	52.8	54.2	55.8	57.6
P/E	25.84	25.26	23.52	21.31
EV / EBITDA	28.84	30.56	29.34	27.84
DPS (€)	2.83	2.93	3.15	3.48
Dividend Yield	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%

Gezien de gunstige vooruitzichten voor de logistieke sector, met dank aan de opmars van **e-commerce**, en Montea's **solide track record** zal de groep zijn investeringsbudget van 300 miljoen euro voor de periode 2020 - 2021 realiseren.

Bovendien gaat KBCS ervan uit dat Montea een **nieuw groeiplan** voor 2022 - 2023 van zo'n 400 miljoen euro zal aankondigen. Aangezien **Duitsland** nu is toegevoegd aan de geografische scope, is dit hogere groeibudget haalbaar. Gezien de laatst gerapporteerde schuldgraad van 38%, moet Montea in staat zijn om de door KBCS verwachte investeringen voor de komende 20 maanden **zelf te financieren**.

## Risico's en katalysatoren

Een toename van de **huurgroei** op vergelijkbare basis is volgens KBCS een **opwaarts risico**. Als de huidige prognose van KBCS (1% groei) te conservatief blijkt en de huurgroei eerder richting 2% evolueert, dan kan het huidige koersdoel volgens KBCS vlot 8% stijgen. Als die huurgroei richting 3% stijgt, kan er zelfs 16,3% bijgerekend worden. Met gemiddelde huurcontracten van 7,7 jaar zullen potentiële huurstijgingen echter niet onmiddellijk doorwerken in de resultatenrekening.

Een negatief risico betreft ook hier een **tekort aan investeringen**. Als dat oploopt tot 20% zou dat bij KBCS leiden tot een verlaging van het koersdoel met 4,5%. Bovendien is er ook bij Montea een risico voor een **daling in de winstgevendheid** van nieuwe projecten.

## Waardering

Het **koersdoel** van KBCS werd op 11 mei 2021 opgetrokken van 95 naar **102 euro**, uitgaand van de verwachting voor **hogere investeringen** (+100 miljoen voor 2022-2023). Het advies ging toen ook van "Houden" naar "**Opbouwen**". De aankondiging van het nieuwe investeringsbudget wordt als de belangrijkste katalysator gezien. Met een spread tussen het impliciete rendement en de 10-jaarsrente op Duitse staatsobligaties noteren de aandelen vandaag **aan de bovenkant van de historische waardering**.



## Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op [www.kbcam.be/aandelen](http://www.kbcam.be/aandelen) en de "Disclosures" op [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.be/disclosures](http://www.kbcsecurities.be/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.