



Bolero



Beursuitbaters verdienen techwaardering

19 juli 2021

RESEARCH: THOMAS COUVREUR (KBC SECURITIES) EN JORIS DEHAES (KBC ASSET MANAGEMENT) - VOOR U SAMENGEVAT DOOR KBC SR. 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 loep nemen.

De Europese **beursuitbaters** zitten de laatste tijd niet stil. De **London Stock Exchange** heeft de handen vol met de integratie van dataleverancier Refinitiv, terwijl **Euronext** zich opmaakt om de Italiaanse beurs in de familie te verwelkomen.

In dit dossier trakteren Thomas Couvreur en Joris Dehaes, sectoranalisten bij resp. KBC Securities en KBC Asset Management, u in een **dubbelinterview** op een **kennismaking met deze spelers in de financiële sector**, die ook voor beleggers een en ander in petto hebben.

Bolero wijst u erop dat de in dit dossier vermelde koersdoelen en adviezen dateren van 19 juli 2021 en dus een momentopname zijn. 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.

Beursuitbaters verdienen techwaardering

Beursuitbaters werkten zich de voorbije maanden met enkele grote projecten in de kijker: de **London Stock Exchange** (LSE) heeft de handen vol met de integratie van dataleverancier Refinitiv en **Euronext** maakt zich op om de Italiaanse beurs in de familie te verwelkomen. Beide dossiers zetten netjes in de verf dat verschillende spelers binnen de sector elk op hun eigen manier naar de toekomst kijken.

Thomas Couvreur en Joris Dehaes, sectoranalisten bij resp. KBC Securities en KBC Asset Management, trakteren u in dit **dubbelinterview** op een kennismaking.



Het regent beursintroductions. Dat lijkt een bijzonder goede zaak voor de beursuitbaters.

Thomas Couvreur: "Elke **beursintroductie** is natuurlijk positief. Hoe meer namen op het bord staan, hoe **meer aandelen verhandeld** kunnen worden, hoe meer interesse er is voor de beurs en zijn noteringen, en hoe meer winst. Omgekeerd betekent een **beursexit**, zoals bijvoorbeeld het geval was bij **Zenitel** en **Sioen**, dat er een bedrijf minder verhandeld kan worden en ook dat er een bedrijf minder is dat via indexen en afgeleide producten verwerkt kan worden. En dat is natuurlijk een lucratieve business."

Joris Dehaes: "Het belang van een extra naam op het koersbord hangt natuurlijk ook af van de **omvang van de beurs** waarover we het hebben en hoe belangrijk de aandelenhandel is. **Beursuitbaters zijn onderling enorm verschillend**. Deutsche Börse, LSE, Euronext en de Amerikaanse collega's hebben allemaal heel **uiteenlopende activiteiten** en belangen. Bij LSE is het **data-aspect** sinds de overname van Refinitiv bijvoorbeeld extreem belangrijk geworden. Bij Deutsche Börse zijn de volumegebaseerde inkomsten dan weer goed voor zo'n 60 à 65% van de omzet."

Waarom trekt LSE zo sterk de datakaart?

Joris Dehaes: "Het is een **groeibusiness**. De vraag naar data neemt elk jaar met zo'n 5% toe en dat is een pak meer dan de groei van de standaardproducten.

Ook voor de aandeelhouders is het een interessante keuze, omdat **dataleveranciers door de markt hoger worden ingeschat dan de klassieke beursuitbaters**.

Dankzij langetermijncontracten zorgen data immers voor een **recurrente inkomstenstroom**, terwijl de transactionele activiteiten nu eenmaal volatieler zijn.

Data zijn met andere woorden een manier om **extra waarde te creëren**. En die data tekenen vandaag al voor 65% van de inkomsten van LSE. Aandelenhandel, opties en futures, de zogeheten 'legacy business' van de beursuitbaters, maken nog slechts een klein deel van de koek uit."

Thomas Couvreur: "Bij **Euronext** tekenen **data** vandaag voor zo'n **15% van de activiteiten**. Binnen die divisie is er nauwelijks groei bij pure marktdata, maar **index- en ESG-data** (Environmental, Social & Governance) doen het wel zeer goed. Diensten met toegevoegde waarde, zeg maar, los van de marktbewegingen. Daar zien we vandaag **groecijfers van meer dan 10%** op jaarbasis, weliswaar met een veel beperktere omvang dan bij LSE. Euronext heeft zich voor zijn groeipad immers meer gefocust op de **verticale integratie**. Zijn 'post-trade' activiteiten (clearing en settlement, nvdr.) waren vrij beperkt, maar daarin heeft het ondertussen een steeds groter aandeel verworven. De recente **overname van de Italiaanse beurs**, met de bijhorende ruime post-trade activiteiten, is een goed voorbeeld van verticale integratie. Voeg daarbij ook de listing business, corporate services waarmee bedrijven kunnen communiceren met de markt, de data waarmee beleggers aan de slag gaan, de beurs waarop het aandeel verhandeld wordt... en Euronext kan van begin tot einde overal een graantje meepikken."

Hoe is het gesteld met de consolidatie in de sector? Sinds Deutsche Börse de voorbije 15 jaar zowel Euronext als LSE benaderde, lijkt het wat stiller geworden.

Thomas Couvreur: "Dat klopt niet helemaal. Ook de jongste jaren is er **flink wat M&A-activiteit in de sector** geweest. Er kwamen heel wat dossiers naar de markt en er was ook telkens veel interesse voor. Vorig jaar bijvoorbeeld werd er stevig gebikkeld over de overname van de **Spaanse beurs** en daar werd finaal ook een heel stevige prijs voor betaald. Eind vorig jaar was er de **Italiaanse beurs** die na de overname van **Refinitiv** door LSE van de concurrentie-autoriteiten van de hand moest worden gedaan. Een tweetal jaar geleden werd ook strijd gevoerd tussen



Nasdaq en Euronext over de overname van de **beurs van Oslo**, een strijd die door Euronext werd gewonnen. Dat zijn echter enkel de namen die de krantenkoppen halen. Op maandbasis veranderen immers ook heel wat **kleinere spelers in specifieke niches** van eigenaar."

Waar komt die consolidatiedrang vandaan?

Thomas Couvreur: “Als je de **Europese markt** vergelijkt met de Amerikaanse, dan zijn we aan deze kant van de oceaan nog altijd **gigantisch versnipperd**, zowel op vlak van beurzen als op vlak van de post-trade activiteiten. Bij de eerste spreken we in de **VS** over drie grote namen en bij de tweede over twee. Met **vijf spelers** heb je met andere woorden de volledige markt gecoverd. In Europa spreken we nog steeds over 30 à 40 namen. Dat gigantische verschil heeft sowieso een impact op de **efficiëntie**, die lager ligt bij de Europese spelers dan bij de Amerikaanse.

In Europa worden de **liquiditeiten** over verschillende beurzen **gespreid** en zijn de regels vaak anders waardoor **drempels** worden opgeworpen. Ook heb je hier nog steeds een enorme ‘**home bias**’, waardoor beleggers vooral binnen hun eigen land beleggen. Zodra je buiten de landsgrenzen wil beleggen, stijgen de kosten, ook al blijf je binnen Europa. Dat zijn allemaal elementen die de markt hier veel minder efficiënt en duurder maken. Eén en ander schreeuwt dus om **consolidatie**. Ook het **groeibeleefde van technologie** jaagt heel wat kleinere spelers in de armen van grotere sectorgenoten.”



LSE heeft momenteel wellicht de handen vol met de integratie van Refinitiv, maar zal het zich op termijn ook terug op de markt wagen?

Joris Dehaes: “Als ze **opportuniteiten** zien, zullen ze zeker niet twijfelen om zich opnieuw op het overnamepad te begeven. Al zal dat dan weliswaar niet met transacties van het kaliber van de Refinitiv-deal zijn (goed voor 22 miljard pond, nvdr.). Na de verkoop van Borsa Italiana heeft LSE alvast zijn **schulden herschikt**, waardoor er opnieuw de nodige **ruimte op de balans** is. Het is een sector met heel wat **cashgeneratie** en die cash wordt graag aan het werk gezet. LSE zal daarbij vooral in de richting van een verdere **versterking van zijn data-activiteiten** kijken, een pad dat het al meer dan 10 jaar bewandelt en waarop met Refinitiv een reuzensprong voorwaarts werd gemaakt.”

Waar zitten de groeikansen voor Euronext?

Thomas Couvreur: “Met **Borsa Italiana** neemt Euronext via **externe groei** zonder twijfel op verschillende domeinen een grote sprong voorwaarts, maar ook **organisch** zit er nog wel wat extra in de fles. Denken we maar aan het verhaal van de **Robinhood-beleggers** in de VS, dat we sinds vorig jaar ook duidelijk zien in Europa. Retailbeleggers werken immers meestal met **kleinere orders aan een hogere prijs**. En dat heeft Euronext in 2020 duidelijk gezien in de **marges**. Het verwacht bovendien dat die **trend**, of op zijn minst een deel daarvan, **structureel** zal zijn voor de komende jaren.

Heel veel **millennials hebben de beurs ontdekt** en de kans dat die plots opnieuw de interesse zullen verliezen, is klein. Dat effect is zelfs zo sterk dat **Euronext zijn vooruitzichten heeft opgetrokken**. De voorbije jaren hielden ze voor hun trading marge vast aan een commissie van 0,50 basispunten, nu spreken ze al van 0,52 à 0,53 basispunten. En met de overname van de Italiaanse beurs capteren ze natuurlijk ook in één beweging ook de Italiaanse retailbelegger.”



Blockchain en cryptomunten zijn ondertussen duidelijk meer dan ‘the flavour of the month’. Wat betekenen ze voor de beursuitbaters? Kan er een Europese Coinbase ontstaan?

Thomas Couvreur: “Ook met cryptobeurzen bots je tegen de **grenzen van het Europese model** aan. Wat **regelgeving** betreft is het sowieso al een **uitdaging**, iets wat recent duidelijk werd bij **Binance**. Die kreeg eind juni een **weigering op zijn aanvraag bij de Britse regelgever** om te opereren in het VK. Services rond crypto-opties, derivaten, etc. moeten worden geschrapt. Een week eerder had ook de Japanse financiële marktautoriteit een gelijkaardige boodschap. Als je daarnaast ook nog met **veel lokale regels** af te rekenen krijgt, **zonder** dat er een echt **Europees gereguleerd kader** is, dan wordt het moeilijk om op hetzelfde

niveau als in de VS, met bijvoorbeeld Coinbase, over een cryptobeurs te spreken. Komt het er? Mogelijk. Gaan traditionele beurzen daarvan een stuk naar zich toetrekken? Ongetwijfeld. Maar ik denk niet dat het iets is wat we de komende kwartalen zullen zien gebeuren.”

Joris Dehaes: “Je kan je inderdaad niet voorstellen dat de grote beursspelers vandaag niet onderzoeken hoe ze met de handel in cryptomunten zullen omgaan.

Deutsche Börse heeft op dat vlak al de **eerste stappen** gezet met een **belang in Crypto Finance**. Hetzelfde kan trouwens gezegd worden over de **bankensector**. Die zit vandaag ook niet stil en maakt zijn huiswerk over **blockchain** in het algemeen en cryptomunten in het bijzonder.”

Wat kan dat betekenen voor het verdienmodel van de sector?

Thomas Couvreur: “Een puur gedecentraliseerd, op zichzelf opererend netwerk zonder **tussenpersoon** is vanuit regelgevend standpunt moeilijk denkbaar. Alle belangrijke marktparticipanten zijn **gereguleerd**; dat is dus wel iets anders dan ‘peer-to-peer’ (rechtstreeks van klant tot klant, nvdr.) betalen met bitcoin. Kapitaal ophalen op de markt en gereguleerde spelers die op marge aan elkaar traden, dat is van een **andere grootteorde**. Het gaat zelfs in de andere richting: **marktparticipanten moeten steeds meer info geven aan de autoriteiten** over de transacties die ze doen. Dat staat haaks op de idee van een gedecentraliseerd netwerk.”

Joris Dehaes: “We zien inderdaad de **trend om steeds meer te reguleren** en dat is mogelijk vooral ook **goed nieuws voor de beursuitbaters**, omdat het andere spelers afschrikt en weerhoudt om zich op hun domein te wagen.”

Welke tendensen zien jullie nog binnen de sector?

Joris Dehaes: “Het **elektronisch** maken van de **obligatiehandel** is iets wat zeker interessant kan zijn. De elektronische handel in aandelen is ondertussen al jaren ingeburgerd, maar de handel in obligaties gebeurt nog vaak via rechtstreeks contact tussen de handelaars onderling. Daar komt sinds korte tijd wat verandering in, maar niet alle beursuitbaters doen wat dat betreft vandaag dezelfde inspanningen. In de **VS** heb je bijvoorbeeld wel al **TradeWeb**, en laat dat net **in handen van LSE** zijn.”

Thomas Couvreur: “**Euronext** is daar vandaag ook mee bezig, maar op veel **kleinere schaal** dan pakweg LSE. Maar **digitalisering** is inderdaad een recurrent thema, en niet alleen bij beursuitbaters. Het **groeibeleefde belang van retailbeleggers** is volgens mij ook een **heel belangrijke trend** die vaak over het hoofd wordt gezien, omdat die zogezegd alleen in de kaart van de **online beleggingsplatformen** zou spelen. Maar dat **sijpelt ook door in de resultaten van beursuitbaters**.”

Joris Dehaes: “Ook de **indexenbusiness** wordt trouwens steeds belangrijker voor de

sector, met voor LSE bijvoorbeeld de **Footsie** in Londen (de FTSE 100 of index met 100 grootste bedrijven op de LSE, nvdr.) en **Russell** voor small caps in de VS. Elk actief fonds dat een **index als benchmark** gebruikt, ieder passief fonds of tracker die zo'n index schaduwt en ieder afgeleid product, moet aan de indexuitgever een **vergoeding betalen**. Dat is een **lucratieve activiteit**, omwille van de sterke prijszettingmacht, aangezien elke index uniek is. Bovendien kennen de passieve fondsen en **trackers** de laatste jaren een **sterke groei in de VS**, en recent ook steeds meer in Europa, waardoor de beurshuizen dus langs de kassa passeren."



Hoe is het gesteld met de waardering van beide bedrijven?

Joris Dehaes: "Als je kijkt naar de gemiddelde waardering over de voorbije 3 tot 5 jaar, dan is de **sector nu iets duurder gewaardeerd**. Maar dat is **voor de brede markt ook het geval**. Dat beurshuizen meer en meer richting data opschuiven, verantwoordt bovendien ook een iets hogere waardering."

Thomas Couvreur: "De sector schuift inderdaad meer en meer op in de richting van **technologie**. Euronext heeft bijvoorbeeld zijn eigen 'exchange platform' dat overal wordt uitgerold en ook door enkele kleinere beurzen in het Midden-Oosten wordt gebruikt. Als je enkel daarnaar zou kijken, kom je in feite bij een **pure techspeler** terecht, met een bijhorende **torenhoge waardering**."

Hoe moet je als belegger naar de aandelen van beursuitbaters kijken?

Joris Dehaes: "Ondanks het technologische kantje wordt de sector vandaag ook nog voor een stuk als **defensief** gezien. Als de markt het moeilijk heeft, kunnen ze dankzij hun 'legacy business' nog wat van de **toegenomen volatiliteit** genieten."

Thomas Couvreur: "Als de **economische vooruitzichten negatiever** worden, kunnen

de financiële beurzen in een **neerwaarts patroon** vast komen te zitten en dan komen de beursuitbaters natuurlijk mogelijk ook wat onder druk. In zo'n scenario zullen er nog maar **weinig nieuwe beursnoteringen** zijn en haken investeerders en beleggers enigszins af. Maar een situatie zoals de uitbraak van de **coronacrisis** doet de winkel bij de beursuitbaters wél op volle toeren draaien. Dat is natuurlijk een **extreme gebeurtenis**, maar zolang de markt voldoende blijft functioneren en er vanuit de regelgever geen extreme beslissingen komen, maakt het niet zoveel uit welke richting de markt neemt. Als hij maar blijft draaien."



Euronext

Euronext (ISIN-code: **NL0006294274**) speelde zich de voorbije maanden in de kijker door met **Borsa Italiana** een flinke buit binnen te halen. Na de overname van de **beurs van Oslo** komt er met deze expansie naar het zuiden een stevige **turbo op de externe groei** van Euronext. KBC Securities-analist Thomas Couvreur wist de deal zeker te smaken, maar heeft nog meer redenen om Euronext een **"Kopen"-advies** te geven.

Europese effectenbeurs

Euronext is een Europese effectenbeurs actief in **Frankrijk, België, Nederland, Portugal, Ierland** en **Noorwegen**. Met momenteel zo'n **1.500 beursgenoteerde ondernemingen**, samen goed voor een marktkapitalisatie van 4.000 miljard euro, is Euronext de **grootste aandelenbeurs van Europa**. Naast de cash- en derivatenmarkten biedt Euronext datadiensten, markttechnologie, clearing en custody & settlement diensten.

Op basis van de meest recente kwartaalcijfers leverden die activiteiten in het **eerste kwartaal** van 2021 een 5,2% hogere **omzet van 249 miljoen euro** op. Groei dus, ondanks de moeilijke vergelijkbare basis. Het eerste kwartaal van 2020 stond immers in het teken van de uitbraak van de **coronapandemie**, die beleggers tot flink wat activiteit aanzette. De **bedrijfskasstroom** (EBITDA) kwam uit op **148,7 miljoen euro**, goed voor een daling van 0,9% op jaarbasis. De **EBITDA-marge** daalde van een indrukwekkende 63,4% in het eerste kwartaal van 2020 naar **59,7%** in het eerste kwartaal van 2021.

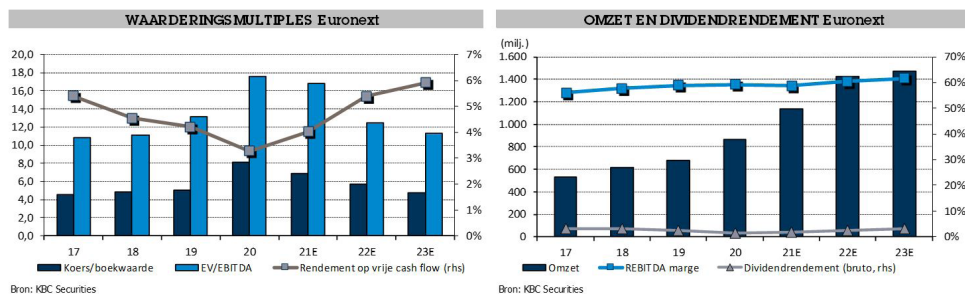
Overname Borsa Italiana

Binnenkort krijgen de resultaten van de groep ook een duwtje in de rug van Borsa Italiana. Dan loopt de teller voor Euronext op tot **1.870 beursgenoteerde bedrijven**, goed voor een gezamenlijke **marktwaarde van 5.100 miljard euro**. Na de afronding van de overname van Borsa Italiana in februari gaf KBC Securities het waarderingsmodel voor Euronext een update. Het **koersdoel** werd verrijnd van 110 naar **115 euro** en het "Opbouwen"-advies werd een **"Kopen"-advies**. Analist Thomas Couvreur motiveerde de verhoging als volgt:

“De **overname breidt de Euronext-groep met 50% uit**, waardoor een grotere basis ontstaat om het succesvolle ‘federale’ bedrijfsmodel toe te passen. Het Italiaanse segment zorgt voor een aanzienlijke **toename van diversificatie** binnen de groep, voornamelijk gekoppeld aan de sterke posttrade en obligatiehandelsactiviteiten. Borsa Italiana wordt als een **betere deal** beschouwd dan de Spaanse beurs BME (Bolsas y Mercados Españoles), vooral omwille van de diversificatie-effecten, wat wijst op een **weloverwogen en gecontroleerde fusie- en overnamestrategie**.”

Ondanks de **zware concurrentie van SIX en Deutsche Börse** heeft Euronext de deal zonder een buitensporige prijs weten af te ronden. Op basis van de andere biedingen, de overname van BME en de financiële gegevens van Borsa Italiana, komt KBC Securities tot de conclusie dat Euronext **niet te veel heeft betaald**, met weinig bestuursconcessies buiten het bestaande beleid.”

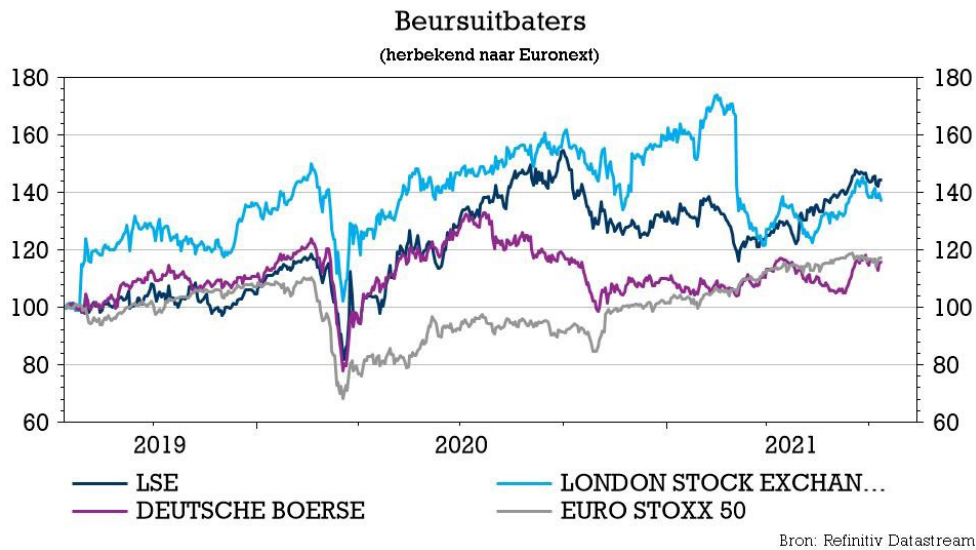
Euronext legde uiteindelijk **4,4 miljard euro** op tafel om de Italiaanse beurs binnen te halen. Om de rekening te betalen werd een **kapitaalverhoging met voorkeurrecht** gelanceerd ten belope van **1,8 miljard euro** aan 59,65 euro per stuk. Bestaande aandeelhouders kregen het recht om per 5 aandelen in te tekenen op 2 nieuwe aandelen. Bovenop de 1,8 miljard euro kan Euronext ook rekenen op **600 miljoen euro** afkomstig van een **private aandelenemissie**, waardoor het **Italiaanse staatsinvesteringsfonds CDP Equity** en de Italiaanse bank **Intesa Sanpaolo** een belang van resp. 7,3% en 1,3% verwerven.



KBC Securities over Euronext

KBC Securities beschouwt Euronext als een **sterke speler** op het gebied van **financiële marktinfrastuctuur** met een uitstekende staat van dienst op het gebied van fusies en overnames in een consoliderende markt. Dit wordt ondersteund door een **sterke financiële positie en kasstroomgeneratie**, met extra **groeimogelijkheden** door verdere diversificatie en optimalisatie.

Hoewel de onzekerheden rond de overname van Borsa Italiana even op de aandelen kan wegen, blijft KBC Securities positief over Euronext. 2021 zal enigszins hobbelig worden door de kosten voor de overname en integratie van de Italiaanse beurs, maar de **synergievoordelen** die uit eerdere overnames voortvloeien, zullen enig soelaas bieden. Alles samen goed voor een **“Kopen”-advies met koersdoel van 115 euro**.



London Stock Exchange Group

De London Stock Exchange Group (LSEG, **ISIN-code: GB00B0SWJX34**) is een **internationale beursuitbater** met hoofdkantoor in Londen. Het behoort tot de **grootste beurzen ter wereld** en tot de **meeste gediversifieerde** spelers in Europa. De groep omvat natuurlijk de Britse beurs zelf, de London Stock Exchange, maar sinds de zomer van 2020 ook **dataleverancier Refinitiv**. Die laatste overname zorgde voor een verplicht afscheid van Borsa Italiana, dat een nieuw thuis vond bij Euronext. "Meer data, minder transacties", lijkt de leuze te zijn.

Overname Refinitiv

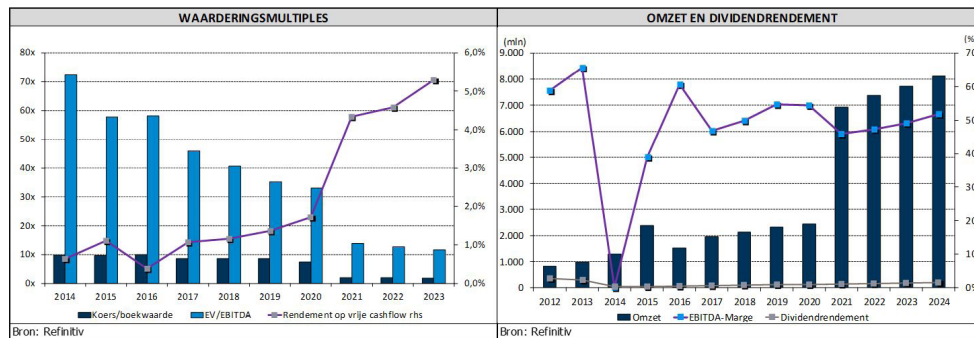
Met de overname van Refinitiv, een **leverancier van financiële data**, schudde LSEG zijn businessmodel grondig dooreen en haalt het de structurele **groei van de verkoop van data** in huis. De combinatie van de twee bedrijven zal de internationale positie van LSEG verder versterken en maakt het mogelijk om beter te **concurreren met de Amerikaanse beursuitbaters en Bloomberg**, de grootste leverancier van financiële data ter wereld.

Resultaten 1Q21

Eind mei publiceerde LSEG een update over het eerste kwartaal waaruit bleek dat de **omzet met 3,9% op jaarbasis steeg** (bij constante wisselkoersen):

- Capital Markets leverde een 2% hogere bijdrage dan een jaar eerder en presteerde daarmee 4% beter dan verwacht.
- Post Trade worstelde met zwakkere rente-inkomsten waardoor de omzet 1% daalde t.o.v. een jaar eerder, maar wel 1% boven de verwachtingen ging.
- De omzet uit Data & Analytics daalde met 2% en bleef ook 2% achter op de verwachtingen.

Het belangrijkste element uit de kwartaalupdate was echter de bevestiging dat de **groep positief was over de fusie met Refinitiv**. LSEG bevestigde dan ook de algemene synergiedoelstellingen. Tot dusver werden al **40 miljoen pond aan kostensynergieën** gerealiseerd op een totale doelstelling van 350 miljoen. Tegen eind 2021 moet een kwart daarvan gerealiseerd zijn.



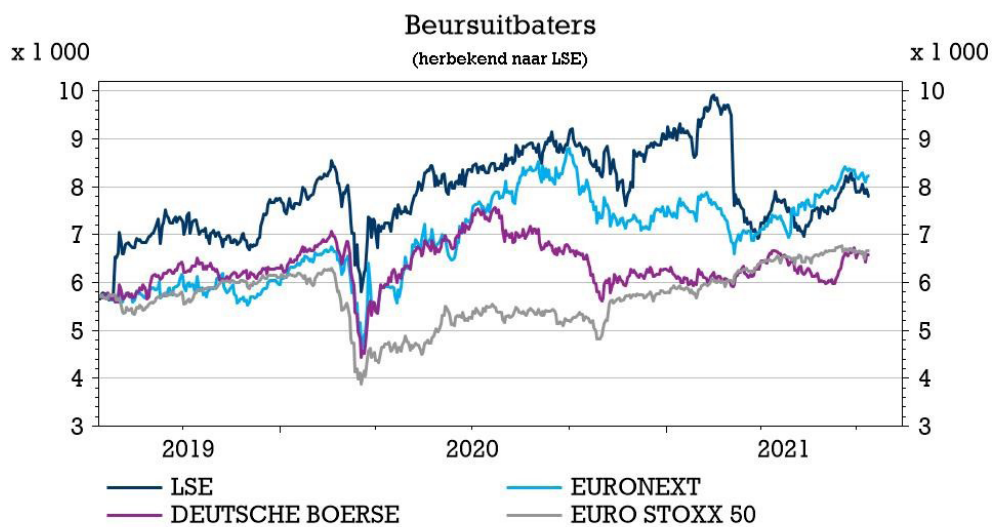
KBC Asset Management over LSEG

LSEG is een bedrijf met een **goed management** in een **defensieve maar groeiende sector**. De Britse beursuitbater bespeelt **structurele trends** zoals passieve investering en de clearing van financiële producten, waarvoor **stijgende inkomsten** worden verwacht.

Het bedrijf heeft het voordeel om **gediversifieerde en vooral recurrente inkomsten** te genereren wat het **aandeel minder volatiel** maakt. In tegenstelling tot banken en verzekeraars, die aan aanzienlijke kapitaalvereisten moeten voldoen, kunnen beursuitbaters hun cash bovendien aanwenden zoals zij dat wensen (investering, overnames of uitkering). Het **dividend** is bijgevolg **redelijk veilig**.

Uit de kwartaalupdate onthield KBC Asset Management-analist Joris Dehaes dat de resultaten de **robuustheid van de gefuseerde inkomsten** en het aanzienlijke potentieel voor zowel kosten- als inkomstesynergievoordelen als gevolg van de fusie aantonen.

Voldoende reden om de **“Kopen”-aanbeveling** en het **koersdoel van 9.035 pence** in de verf te zetten.



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 en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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