

2022



Bolero

TOPIC

20 actions Benelux pour le début de la nouvelle année boursière

Découvrez les favoris de KBC Securities

02 décembre 2021

RECHERCHE : KBC SECURITIES

RESUMÉ POUR VOUS PAR MANAGER EN CONTENU BOLERO SKENHESIE DOLOMINGO



Dans ses TOPICS, **Bolero** approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

À la veille de la nouvelle année, les analystes de KBC Securities présentent, comme à l'accoutumée, **leurs actions préférées pour l'année boursière à venir**.

Dans ce dossier, nous vous dévoilons leurs Top Picks pour 2022: **onze large caps et neuf small & mid caps du Benelux**, qui, selon nos analystes, recèlent un potentiel de hausse prometteur, et que l'investisseur autonome que vous êtes a donc intérêt à tenir à l'oeil. Laissez-vous inspirer par nos experts et entamez la nouvelle année boursière avec une longueur d'avance!

Attention: Les objectifs de cours et recommandations mentionnés dans ce dossier datent du 02/12/2021 et reflètent l'opinion de l'analyste à la date mentionnée. Veuillez noter que ces informations peuvent avoir changé au moment où vous lisez la publication. Pour tous les objectifs de cours et recommandations les plus récentes, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

20 actions Benelux pour le début de la nouvelle année boursière

Découvrez les favoris de KBC Securities

20 actions du Benelux figurent sur le radar de KBC Securities comme favorites pour le début de la nouvelle année boursière, dont 11 Large Caps et 9 Small & Mid Caps.

Chez Bolero, nous ne vous inspirons pas seulement en tant que client au début de la nouvelle année boursière avec des listes de favoris, mais tout au long de l'année. Cette liste de favoris de KBC Securities, mieux connue des clients Bolero sous le nom de « **Sélection Benelux Bolero** », a un caractère dynamique et change régulièrement en fonction du potentiel des actions. Si les analystes constatent au cours de l'année que le potentiel est moindre ou découvrent de nouvelles perles, ils modifient la sélection.

Si, en tant que client, vous avez activé votre abonnement à la newsletter « Topics FR » (dans le menu des réglages de la plateforme Bolero), vous serez immédiatement informé de toutes les mises à jour de cette sélection. Cela fait de cette liste une véritable source d'inspiration, avec quelque chose pour chaque type d'investisseur.

Rétrospective

Toutefois, nous ne nous tournerions pas vers l'avenir sans nous arrêter sur la performance des actions préférées de KBC Securities en 2021.

En 2021 également, les analystes ont opté pour une approche dynamique de leur liste de favoris. Pas moins de 27 changements ont été effectués au cours de la dernière année boursière, les actions étant ajoutées ou retirées de la liste en fonction de leur potentiel de hausse.

Et cette approche est payante : depuis son lancement le 8 décembre 2020, la liste d'inspiration a surperformé le Bel20 et l'AEX de 3,1 % en moyenne.

Prévisualisation

Pour la liste des favoris 2022, l'équipe d'analystes de KBC Securities a ajouté ou renforcé certains **thèmes qui, selon eux, surperformeront au cours des 12-13 prochains mois**. Les thèmes qu'ils envisagent pour l'année prochaine, ainsi que quelques actions à titre d'illustration :

- **Réouverture** : Actuellement, les confinements nuisent à certains stocks. KBC Securities ose augmenter l'exposition à ces valeurs car elle pense

que les ondes corona auront des amplitudes plus faibles à mesure que la science et les connaissances progressent. C'est pourquoi ils incluent **Kinopolis**, qui est également protégée par sa position immobilière. **AB Inbev** est un autre exemple.

- **Défensif** : La Fed américaine va commencer à réduire progressivement le flux d'argent qui a poussé les marchés vers de nouveaux sommets, alors que les défis pour notre économie demeurent (inflation, Covid et climat). C'est pourquoi ils continuent de parier sur **Ahold Delhaize, Care Property Invest, GBL et UCB**.
- **Rachat/classement** : Cette année, on a assisté à des manœuvres de rachat audacieuses de la part de grands fonds de capital-investissement qui se sont attaqués à des actifs sous-évalués. Certaines actions ont également disparu parce que leurs principaux actionnaires ont préféré une société non cotée. KBC Securities croit toujours en **Ontex** (GBL 20%), **Telenet** (Liberty 57%), **Intervest O&W** (FPIM 10%), **Ageas** (banque européenne, Chine), **bpost** (Consolidation) et **EVS**.
- **Durabilité** : En 2022, KBC Securities s'attend à ce que la durabilité reste un thème important. Le marché est aux prises avec de nouvelles normes d'information, la comparabilité et l'impact ESG sur les finances. KBC Securities est convaincu que les entreprises qui investissent dans la transformation vers un monde meilleur seront récompensées de leurs efforts. Ils pensent que c'est le cas pour **CFE** (énergie éolienne) et **Umicore** (recyclage, mobilité).
- La **croissance à un prix raisonnable** : KBC Securities reste convaincu que certaines entreprises peuvent croître plus vite que le marché, mais KBC Securities veut éviter de payer une prime trop élevée. Selon eux, **argenx**, **D'leteren**, **Materialise** et **X-fab** sont actifs sur les marchés de croissance structurelle.

GRANDES CAPITALISATIONS



AB Inbev (ISIN : BE0974293251)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 80,00 euros

Potentiel de hausse : 60,8% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation

Wim Hoste, analyste de KBC Securities : « AB InBev a enregistré une **croissance organique des volumes de bière de 3,4 %**, une croissance organique des recettes de 7,9 % et une croissance normalisée de l'EBITDA de 3,0 % au troisième trimestre 2021. Les résultats globaux ont également été supérieurs aux niveaux antérieurs à la pandémie de corona (au troisième trimestre 2019). Si l'on tient compte des restrictions liées au Covid dans le secteur de la restauration à consommer sur place qui étaient encore en vigueur dans de nombreuses régions, les performances

récentes démontrent la **résilience des activités d'AB InBev**.

L'**inflation des matières premières et des emballages** peut provoquer des vents contraires à court terme, mais AB InBev a prouvé par le passé qu'elle disposait d'un **pouvoir de tarification suffisant** pour compenser.

Nous continuons d'apprécier AB InBev pour sa **position de leader sur le marché mondial de la bière**, avec un important potentiel de croissance à long terme grâce à la combinaison de la premiumisation (avec un bénéfice brut par hl supérieur d'environ 20% à celui des bières grand public) et d'une exposition significative aux marchés émergents (environ 70% du total du groupe).

Le **ratio d'endettement relativement élevé** (4,4x) est, à notre avis, plus que compensé par le profil de la dette, qui se compose principalement d'échéances longues et d'un nombre limité d'échéances courtes.

L'action se négocie actuellement avec une **décote** par rapport aux **multiples historiques** et par rapport à un large groupe de **pairs** dans le segment des biens de consommation rapide (FMCG). »

Description de l'entreprise :

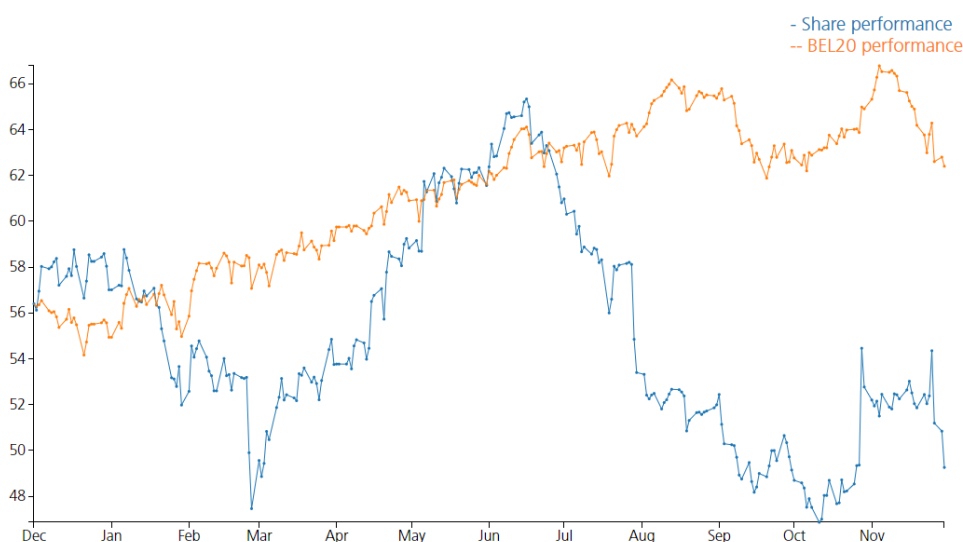
Avec une part de marché mondiale d'environ 27 %, AB InBev est de loin le plus grand brasseur du monde. Le groupe détient des positions de premier plan dans plusieurs des plus grands marchés mondiaux de la bière, notamment aux États-Unis, au Brésil et au Mexique. Budweiser, Corona et Stella Artois figurent parmi les principales marques mondiales.

Déclencheurs

- Poursuite du déploiement réussi des marques premium mondiales d'AB Inbev, Budweiser, Corona et Stella Artois, ainsi que d'autres innovations (à prix premium) (par exemple, les seltzers).
- L'endiguement complet de la crise du COVID-19 peut encore renforcer la confiance.
- La part de marché au Mexique devrait augmenter progressivement grâce à la mise en place graduelle du contrat de distribution avec OXXO.
- Poursuite des efforts/innovations pour ajuster le portefeuille de boissons aux États-Unis afin d'essayer de retrouver une croissance structurelle.
- Renforcer l'équilibre
- De nouveaux progrès dans la digitalisation

Risques

- FX : volatilité des devises des marchés émergents (par exemple BRL et MXN).
- Risque d'une augmentation des droits d'accises
- Baisse de la consommation par habitant en Europe
- Nouvelle perte de parts de marché aux États-Unis
- Les risques liés à COVID-19, principalement dans le segment de l'hôtellerie (environ un tiers des revenus d'AB Inbev)
- Ratio d'endettement élevé (dette nette/EBITDA de 4,4x), mais profil d'échéance long de 16 ans et liquidités importantes disponibles à court terme.



Ageas (ISIN : BE0974264930)

KBC Securities : recommandation "Acheter", objectif de cours 57,00 euros

Potentiel de hausse : 19,2% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation

Thomas Couvreur : « Lors de la journée des marchés financiers en juin 2021, le nouveau CEO Hans De Cuyper a révélé des **objectifs de bénéfices plus ambitieux**, avec une accélération de la **croissance du bénéfice par action à 6-8%** dans le nouveau plan triennal de 2022-2024. La croissance prévue du dividende à l'extrémité supérieure de cette fourchette (+8%) est conforme à notre scénario consistant à transférer une partie des liquidités des rachats d'actions vers les dividendes à long terme.

Le rythme des fusions et acquisitions va également s'accélérer, avec l'entrée

sur un quatrième marché européen. Cela peut conduire Ageas à manquer un programme de rachat d'actions au cours de la période 2022-2024, mais nous préférons qu'elle transforme son importante montagne de liquidités en bénéfices et qu'elle procède à des rachats d'actions en fonction des rendements annuels.

Le titre **est sous pression en raison des inquiétudes concernant le marché chinois**, mais nous pensons que cela est injustifié. Les prix de l'immobilier chinois restent positifs sur une base mensuelle et annuelle, ce qui limite l'impact sur le portefeuille immobilier. Les marchés d'actions ont subi une correction prononcée au troisième trimestre, mais ils sont toujours au-dessus des niveaux d'avant la crise de la couronne.

À plus long terme, nous restons convaincus qu'Ageas **est une alternative à faible coût pour s'exposer à l'Asie** avec une génération de cash européenne pour soutenir une croissance continue. «

Description de l'entreprise :

Ageas est une **compagnie internationale d'assurance vie et non-vie qui opère en Europe** (Belgique, Royaume-Uni, Portugal) et en **Asie**, par le biais de partenariats minoritaires locaux avec de solides institutions financières locales (Chine, Thaïlande, Malaisie, Inde, Philippines et Vietnam). Les opérations asiatiques représentent désormais plus de 40% du groupe.

Avec l'héritage de Fortis derrière elle, Ageas a mené des **programmes annuels de rachat d'actions** depuis 2012, mais a sauté 2020 en raison d'une activité de fusion et d'acquisition plus importante (participation de 25 % dans TAIPING RE et augmentation de la participation en Inde). La priorité actuelle est d'élargir le portefeuille de fusions et acquisitions dans l'UE, de préférence dans le secteur non-vie. Enfin, le nouveau CEO Hans De Cuyper a présenté sa nouvelle stratégie 2022-24 en juin, en relevant les objectifs et en plaçant l'ESG au centre de ses plans.

Les déclencheurs :

- Le revenu sous-jacent asiatique devrait augmenter fortement après Covid19, car la sensibilisation à la protection augmente.
- Les opérations au Royaume-Uni ne sont pas à vendre, mais un ratio combiné de 95% est visé, en ligne avec les autres entités.
- L'expansion prudente de la réassurance pourrait générer plus de revenus supplémentaires que prévu
- Le rachat d'actions est probable en 2021, mais moins en 2022 en raison des attentes accrues en matière de fusions et acquisitions.
- Une plus grande transparence des coentreprises asiatiques (YE 21 ?) peut aider à mieux évaluer le potentiel de croissance.
- Encourager les petites coentreprises asiatiques à réaliser davantage de croissance en modifiant les canaux de distribution peut atténuer la

volatilité des revenus chinois.

Risques :

- Des fluctuations importantes des plus ou moins-values réalisées peuvent affecter de manière significative les perspectives de bénéfices de la direction.
- La faiblesse des taux d'intérêt pèse sur les produits d'assurance-vie traditionnels (notamment en Belgique).
- Chine : les vents contraires liés à la baisse des taux d'intérêt < 3,4 % se renforcent.
- Une fusion/acquisition de plus grande envergure pourrait entraîner l'annulation du programme de rachat d'actions, mais aussi un risque d'exécution étant donné les antécédents mitigés.
- Restructuration infructueuse des activités au Royaume-Uni



Ahold Delhaize (ISIN : NL0011794037)

KBC Securities : recommandation "Acheter", objectif de cours 32,00 euros

Potentiel de hausse : 7,5% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Michiel Declercq : « Lors de la journée des marchés financiers, Ahold Delhaize a donné un message positif : il s'attend à une **accélération des ventes entre 2023-2025**, pour atteindre 10 milliards d'euros en 2025. Dans le même temps, les **marges d'exploitation devraient rester supérieures à 4,0 %**, tandis que le bénéfice

sous-jacent par action devrait connaître une hausse à un chiffre par rapport à 2022. Une grande partie de la croissance des revenus proviendra d'**un doublement des ventes nettes en ligne aux consommateurs**. L'activité en ligne devrait également devenir rentable d'ici 2025.

Cerise sur le gâteau, Ahold Delhaize a annoncé qu'**il** souhaitait faire **entrer Bol.com en bourse au second semestre 2022**. Nous pensons que cela pourrait être un élément déclencheur pour le titre, car nous estimons que la participation d'Ahold pourrait **valoir plus de 5,0 milliards d'euros**. De plus amples détails financiers sur Bol.com permettront également de mieux connaître les marges réelles du groupe pour ses activités en magasin en Europe.

Bien que les valorisations des acteurs du commerce électronique aient été sous pression ces derniers mois, avec l'échec de l'introduction en bourse de Coolblue comme principal exemple, nous pensons que Bol.com a **plus de chances de réussir** étant donné la plus grande contribution des ventes par des tiers et les fortes synergies avec le groupe Ahold. Convaincus par la qualité du titre, nous réitérons notre recommandation «Achat» et notre objectif de cours de 32 euros.

Description de l'entreprise :

Ahold Delhaize est un détaillant alimentaire de premier plan, avec des marques telles que Food Lion et Giant Carlisle aux États-Unis, Shop & Go et Delhaize en Belgique, AH, Gall & Gall aux Pays-Bas, Albert en République tchèque et MAXI en Europe centrale et du Sud-Est. Avec bol.com et Peapod, elle a également une présence en ligne. Le groupe est organisé en 2 unités opérationnelles : États-Unis et Europe.

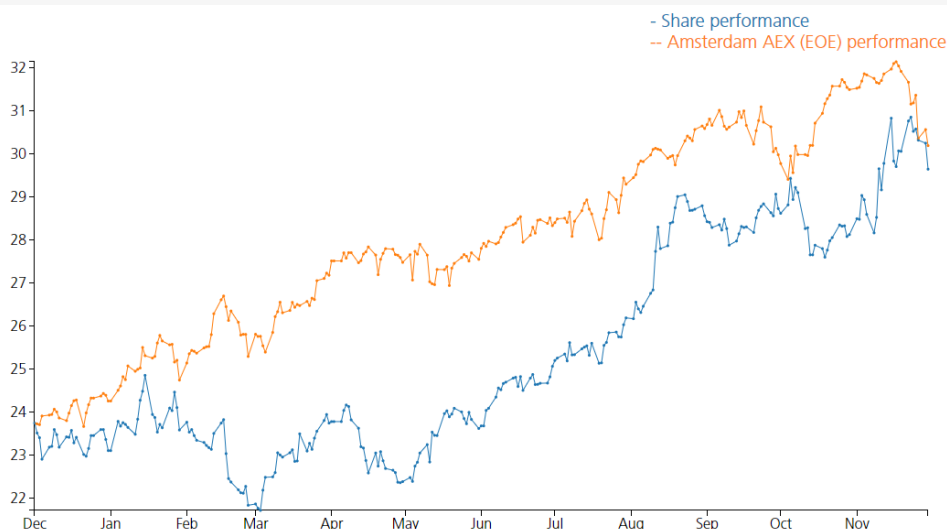
Déclencheurs :

- Malgré la hausse des coûts, nous pensons que la rentabilité sera soutenue par le levier opérationnel.
- Ahold a un bilan solide et une génération de cash-flow saine, nous pensons qu'il peut bénéficier de la consolidation du marché (local/régional).
- Plus de transparence sur les plateformes en ligne (y compris bol.com). L'introduction en bourse prochaine de Coolblue pourrait également être un élément déclencheur de la réévaluation de Bol.com.
- Nouvelle appréciation du dollar américain.

Risques

- Le rachat de Whole Foods par Amazon crée un nouvel acteur américain fort dans le commerce de détail alimentaire. Cette situation est exacerbée par les projets d'expansion d'Aldi/Lidl aux États-Unis.

- En période de récession, les clients peuvent réduire leur consommation au profit des hard discounters.
- L'évolution du taux de change EUR/USD pourrait être défavorable
- Les investissements dans les plateformes en ligne (par exemple bol.com) continuent de peser sur la rentabilité
- La concurrence croissante d'Amazon aux Pays-Bas



Argenx (ISIN : NL0010832176)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours : 300 euros

Potentiel de hausse : 20% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation

Thomas Vranken : « Après une année relativement calme avec peu de résultats cliniques, argenx attire à nouveau notre attention pour une **forte performance dans les mois à venir**. Nous croyons fermement au **potentiel de l'efgartigimod** en raison de son profil de premier et potentiellement meilleur de sa catégorie sur le marché très attractif des maladies auto-immunes et nous voyons plusieurs événements dans les mois à venir qui pourraient déclencher le cours de l'action. La société s'attend à ce que la FDA approuve cette année son candidat médicament, l'efgartigimod, pour le traitement de la myasthénie grave, le régulateur ayant fixé la fin de la période d'examen (date PDUFA) au 17 décembre. Le Japon et l'Europe sont en passe de suivre le mouvement en 2022. En 2022, nous attendons également **deux autres résultats de phase III pour l'efgartigimod** avec l'étude ADAPT-SC pour une administration sous-cutanée dans la myasthénie et l'étude ADVANCE pour une administration intraveineuse dans la thrombocytopénie immunitaire. Argenx continuera à promouvoir l'efgartigimod dans le cadre d'un **vaste programme de développement clinique**, actuellement axé sur 6 indications, avec l'objectif de

traiter **jusqu'à 15 indications d'ici 2025**, en collaboration avec son partenaire Zai Lab. Nous nous attendons donc à un rythme régulier de **résultats pour de nouvelles indications** dans les années à venir. »

Description de l'entreprise :

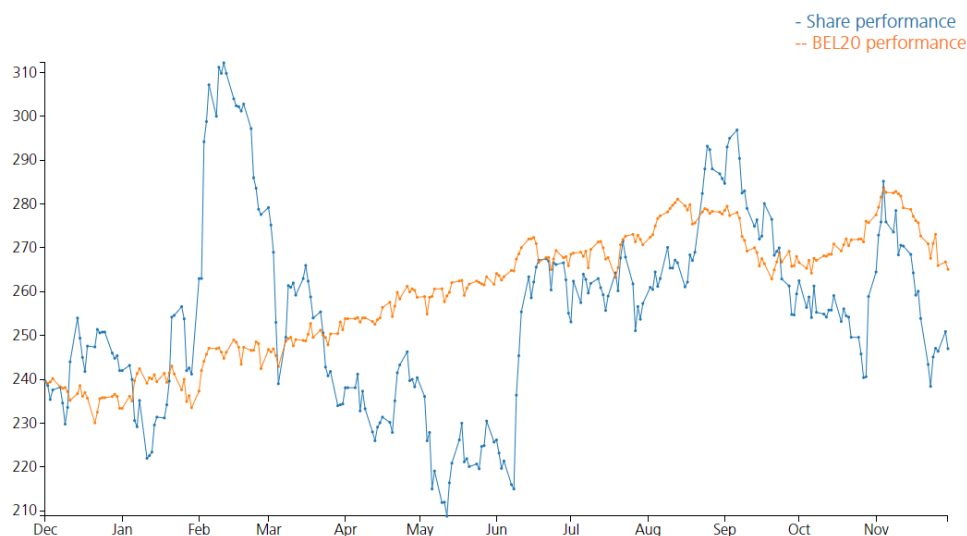
Argenx est une société biopharmaceutique en phase clinique qui crée et développe rapidement un portefeuille de produits thérapeutiques à base d'anticorps différenciés pour les maladies auto-immunes. Elle applique sa plateforme de découverte d'anticorps SIMPLE pour fournir de nouveaux anticorps humains, complétée par des capacités uniques de développement d'anticorps.

Déclencheurs :

- Approbation par la FDA de l'efgartigimod pour le traitement de la GMC (date de la PDUFA : 17 décembre)
- Nouvelles approbations réglementaires de l'efgar en dehors des États-Unis, notamment au Japon, dans l'Union européenne et en Chine (coopération avec Zai Lab).
- Résultats topline de l'essai de phase III de l'efgar intraveineux dans le PTI (essai ADVANCE) et de l'efgar sous-cutané dans le GMC (essai ADAPT-SC)
- Annonces supplémentaires d'indications pour l'efgartigimod (15 indications d'ici 2025)
- Partenariat pour la poursuite du développement du cusatuzumab

Risques :

- Transition d'une société de recherche et développement à une société biopharmaceutique commerciale, ce qui implique un risque de mise en œuvre commerciale pour le premier produit commercial.
- Dépendance à l'égard de la tierce partie Zai Lab pour la commercialisation sur le marché clé chinois
- Passage à des indications à plus haut risque (augmentation du risque biologique) au fur et à mesure de l'expansion de l'efgar dans d'autres domaines pathologiques
- Forte dépendance à l'égard de l'efgartigimod en tant que moteur de valeur, les produits suivants étant encore à un stade précoce.
- Les données relatives au cusatuzumab se sont détériorées dans les études ultérieures. L'avenir de cet actif est de nouveau entre les mains d'argenx et un nouveau partenaire doit être trouvé.



Bpost (ISIN : BE0974268972)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 11,00 euros

Potentiel de hausse : 52,5% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Thomas Couvreur : « La gestion du **pic de rentabilité de fin d'année** est désormais le principal test pour bpost et le point de mire du marché. D'autres revers, tels que le départ du CEO et du directeur financier de Radial, la pénurie de main-d'œuvre, les prix de l'énergie, ... a mis une pression supplémentaire et a eu un impact négatif sur l'action.

La **valorisation** de bpost est désormais **inférieure aux niveaux d'avant la crise de Corona** et se situe nettement en dessous de celle de ses pairs. Malgré ces revers, nous pensons que **l'action est largement sous-valorisée**, notamment en raison de l'**impulsion** structurelle **donnée au commerce électronique/aux services de colis**, qui a été renforcée par la pandémie, et du potentiel continu de **croissance des revenus** et d'**efficacité** opérationnelle. Nous considérons le cours actuel de l'action comme un **point d'entrée très intéressant pour le long terme**.

Description de l'entreprise :

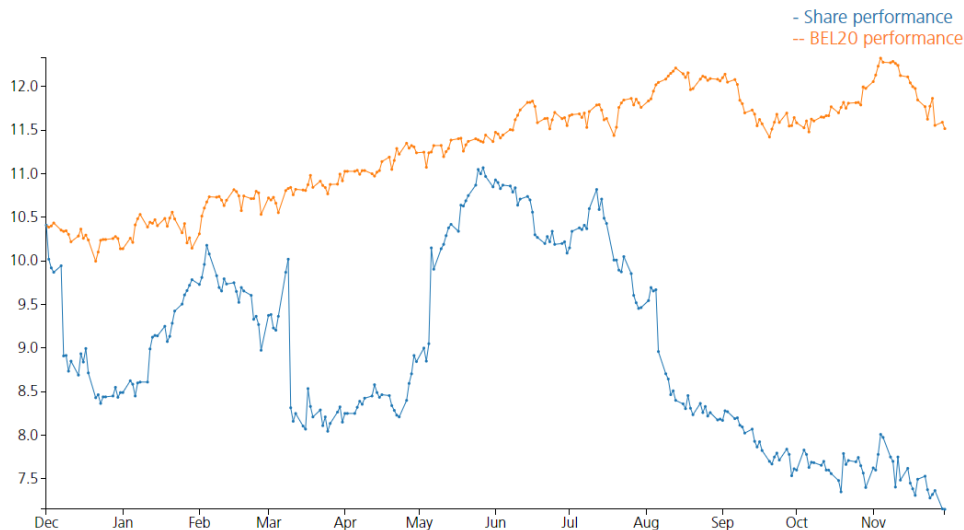
bpost est un prestataire de services postaux nationaux et internationaux et l'opérateur de l'obligation de service universel (OSU) belge. Par l'intermédiaire de ses filiales, elle vend également une gamme d'autres produits et services, notamment des produits bancaires et financiers, des services de livraison express, des colis, du courrier international, de la gestion de documents et des activités connexes.

Déclencheurs :

- Croissance de l'e-commerce mondial et national.
- Confirmation de la contribution positive du Radial post-Covid.
- De nouvelles preuves de gains d'efficacité dans le domaine des colis et du courrier.
- Passage réussi de la distribution traditionnelle du courrier à d'autres secteurs d'activité.
- Introduction sans heurts d'un modèle alternatif de distribution postale

Risques :

- Initiatives d'administration en ligne et facturation numérique.
- Baisse accélérée du volume du courrier.
- Changement dans les règlements de l'ASS.
- Allocation inefficace du capital.
- Une concurrence accrue pour les forfaits (nationaux).
- Perte des concessions de presse de l'État belge.
- Une grande partie du bénéfice dépend d'activités postales structurellement en déclin.





CFE (code ISIN : BE0003883031)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 109 euros

Potentiel de hausse : 19,5% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Olivier Vandewoude : « DEME a récemment **remporté deux projets d'éoliennes offshore** sur le marché américain en plein essor, ce qui en fait **le leader** sur ce marché très concurrentiel. Forte (encore) d'un **carnet de commandes record**, la société a revu à la hausse ses perspectives pour l'exercice 2021 et devrait se remettre complètement de la pandémie de COVID-19.

En outre, les carnets de commandes des plus grandes entreprises de dragage atteignent des niveaux record et la dynamique du marché s'améliore nettement. Nous pensons que les **marges vont également s'améliorer à court terme** grâce aux nouveaux navires (Orion et Spartacus) qui ont récemment été ajoutés à la flotte.

Nous pensons que la **dynamique positive du marché de l'éolien en mer** va se poursuivre et DEME est parfaitement positionnée pour absorber une part importante de la croissance à venir. L'approche des projets de dragage et d'éoliennes en mer est considérée comme un catalyseur positif pour le secteur, DEME étant en pole position. Nous avons donc une recommandation « Acheter » et un objectif de cours de 109 euros.

Description de l'entreprise :

CFE est une entreprise de construction belge contrôlée par Ackermans & van Haaren (AvH), qui détient 62,1% de CFE, tandis que Vinci en détient 12,1%. Les principales activités du groupe sont le dragage et l'environnement (DEME), la sous-traitance (construction, infrastructure et multi-technique) et l'immobilier. Les activités de DEME représentent toujours la plus grande partie de CFE et comprennent le dragage, la mise en valeur des terres, l'ingénierie hydraulique, les services à l'industrie pétrolière et gazière offshore, les énergies renouvelables et les travaux environnementaux. La société a annoncé le 2 décembre son intention de se scinder en deux et d'introduire DEME en bourse en 2022.

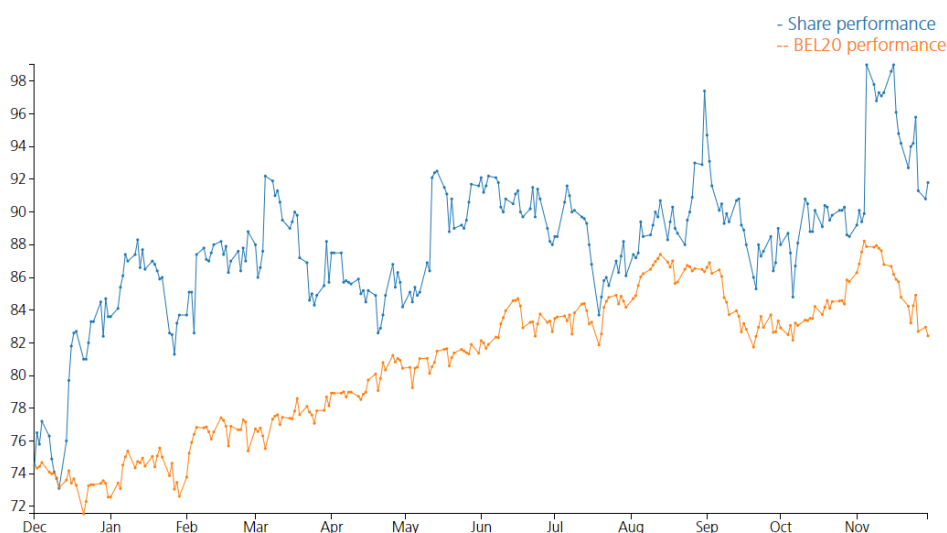
Déclencheurs :

- Grands contrats de dragage et/ou de parcs éoliens offshore (DEME)
- Poursuite du renforcement du marché mondial du dragage, alimenté par le lancement de grands projets de dragage pluriannuels et la croissance continue du secteur de l'éolien offshore.
- Concession commerciale d'exploitation minière en eaux profondes
- Remettre les contrats en marche

- Un spin-off de DEME

Risques :

- L'absorption des activités du marché du dragage ne se concrétise pas et/ou la concurrence augmente (par exemple, CHEC).
- Les dépenses liées au pétrole et au gaz en mer ne reprennent pas, mais les entrepreneurs du secteur restent actifs dans l'éolien en mer et investissent dans de nouveaux parcs éoliens spécialisés.
- Pertes supplémentaires dans le secteur de la sous-traitance, par exemple l'échec d'un redressement à Van Laere.
- Effet diluant sur les marges des appels d'offres pour l'éolien en mer et simultanément/calendrier des projets en conséquence.



D'leteren (ISIN : BE0974259880)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 190,00 euros

Potentiel de hausse : 17% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Michiel Declercq : « D'leteren continue de gagner du terrain, atteignant un nouveau pic de cours intraday de 169 euros par action à la mi-novembre. Bien qu'il n'y ait pas eu de flux de nouvelles significatif, nous avons déjà signalé que la **décote historique de 40% était exagérée** étant donné le risque de réinvestissement réduit après la prise de participation dans TVH Parts, ainsi que la nouvelle base d'actionnaires de Belron, qui valorise la société à une valeur d'entreprise (VE) de 21,0 milliards d'euros (VE/EBIT F21/22e : 25,0x & 20,6x).

Il convient de noter que le groupe Cary, concurrent de Belron en Scandinavie et

récemment coté en bourse, se négocie actuellement à un ratio VE/EBIT F21/22 de 69,8x et 37,2x, ce qui montre que les investisseurs sont prêts à payer pour les **perspectives favorables du marché de la réparation et du remplacement des vitres de véhicules (VGRR)**. Bien que la décote de D'Ieteren ait déjà considérablement baissé ces derniers mois pour atteindre environ 28%, nous pensons qu'**une décote de 15% est plus justifiée**. Sur la base de notre évaluation de la somme des actions de 223 euros par action, nous maintenons notre recommandation « Acheter » et notre objectif de cours de 190 euros »

Description de l'entreprise :

D'Ieteren est un groupe familial actif dans la distribution de voitures neuves en Belgique (marques Volkswagen). Par l'intermédiaire de sa filiale Belron, le groupe est également le premier acteur mondial de la réparation et du remplacement du verre automobile (VGRR). Le groupe possède également moleskine et a récemment acquis une participation de 40% dans le distributeur de pièces détachées TVH Parts, dont l'opération devrait être finalisée au quatrième trimestre 2021.

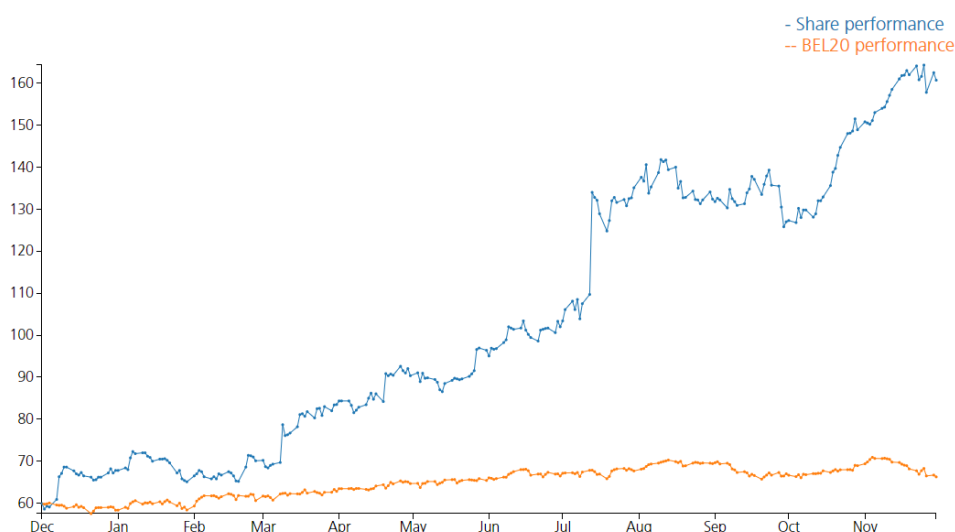
Déclencheurs :

- Belron : poursuite de la croissance en volume grâce à des gains de parts de marché et à des acquisitions régionales.
- Belron : des acquisitions plus importantes et plus audacieuses avec une possible réintroduction sur le marché asiatique.
- Belron : amélioration de l'effet de levier opérationnel grâce à une combinaison positive de produits, notamment ADAS et VAPS.
- Voiture : normalisation des contraintes de la chaîne d'approvisionnement
- Automobile : gains de parts de marché pour la marque Volkswagen, grâce à la popularité des SUV et des voitures électriques, ce qui se traduit par un mix produit positif.
- Croissance accélérée chez TVH Parts
- Réintroduction du programme de rachat d'actions
- Faire travailler le milliard d'euros de liquidités restantes

Risques

- Belron : amélioration des marges inférieure aux attentes
- Belron : l'absence de nouvelles acquisitions et de gains de parts de marché pourrait entraîner une baisse des volumes de réparation/remplacement, car il s'agit traditionnellement d'un marché en déclin (-2% - 0% en glissement annuel).
- Belron : des ruptures technologiques dans le domaine des ADAS (voitures auto-calibrées), mais rien de concret pour l'instant.
- Voiture : pénurie persistante de semi-conducteurs
- Ne pas créer de valeur ajoutée chez TVH Parts. Cela nuirait à la crédibilité

de la direction après le mauvais investissement dans Moleskine.



GBL

GBL (ISIN : BE0003797140)

KBC Securities : recommandation «Acheter» et objectif de cours de 118 euros

Potentiel de hausse : 22,1% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Michiel Declercq : « Lors du Capital Markets Day, GBL a donné une vue détaillée de son portefeuille de private equity et de Sienna. Au fil du temps, GBL s'attend à ce que la **part du private equity atteigne 40 % du portefeuille**, contre 23 % actuellement.

Cet objectif sera atteint grâce à des **contributions supplémentaires à la plateforme Sienna**, ainsi qu'à la **surperformance des actifs privés**, GBL prévoyant des rendements de 14-15% pour Sienna et de 17-19% pour les investissements privés. Parallèlement, l'introduction de la gestion d'actifs par des tiers de Sienna fournira à GBL une **source de revenus stable** et créera des opportunités de co-investissement au sein du groupe.

Malgré les perspectives positives et la nouvelle stratégie, GBL **se négocie toujours avec une décote de plus de 30%**, alors qu'avant la pandémie, elle ne se négociait qu'à 25%. Étant donné que la stratégie de GBL est devenue plus attrayante ces dernières années, nous considérons qu'une décote d'environ 20% est plus justifiée. Nous confirmons donc notre recommandation d'achat et notre objectif de cours de 118 euros.

Description de l'entreprise :

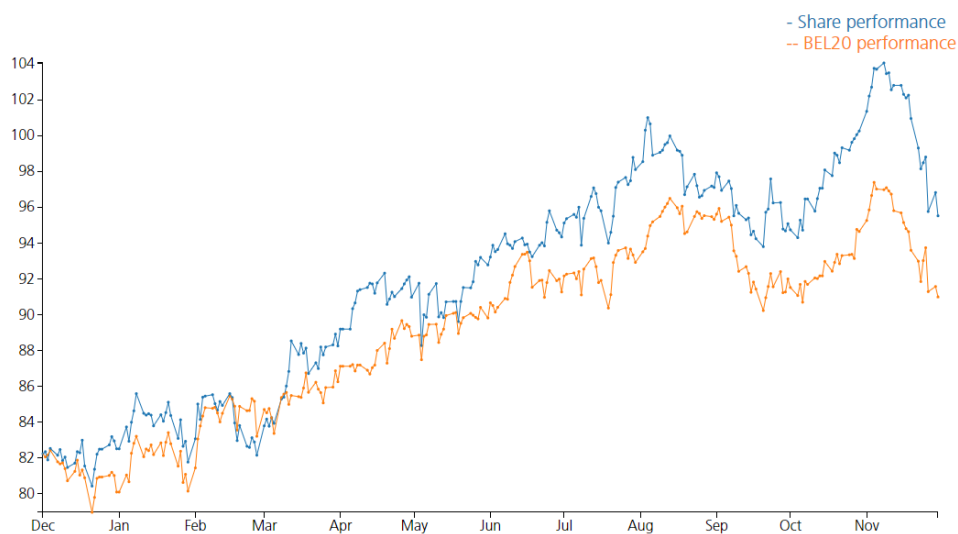
GBL est une société d'investissement contrôlée et détenue par les familles Frère et Desmarais. Autrefois connu pour ses participations actives dans de grandes sociétés de premier ordre, GBL améliore son équilibre entre croissance et rentabilité en investissant davantage dans des sociétés prometteuses comme Webhelp, Canyon, y compris un pilier de capital-investissement équilibré (Sienna Capital). Le portefeuille cherche également à améliorer sa diversification géographique et sectorielle.

Déclencheurs :

- Accroissement de l'importance du portefeuille de capital-investissement et diminution de la contribution du portefeuille coté en bourse.
- Nouvelle extension du programme de rachat d'actions
- Sorties réussies dans les portefeuilles privés ou de fonds.
- Détails financiers de l'activité AUM (actifs sous gestion) récemment acquise auprès de tiers.
- Lancement réussi des fonds de la marque propre de Sienna
- Une offre publique d'achat pour les entreprises du portefeuille.
- Possible introduction en bourse de Webhelp ou de Sienna

Risques

- Trois entreprises seulement représentent environ 50 % de la VNI
- Le passage à des actifs privés aux prix élevés d'aujourd'hui peut fonctionner dans l'autre sens si l'appétit pour les actions de croissance se retourne.
- Les dividendes dépendent des dividendes reçus des actifs sous-jacents.
- 75 % du portefeuille est encore répertorié.





Telenet (ISIN : BE0003826436)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 40,00 euros

Potentiel de hausse : 27,1% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Ruben Devos : « Il semble y avoir actuellement une **déconnexion** entre les **valorisations privées et publiques**, alors que, selon nous, les perspectives de rendement en espèces de la société, ses qualités défensives et la possession d'infrastructures **justifient** une **valorisation plus élevée**.

Dans les conditions actuelles du marché, il est également plus probable que l'un des **catalyseurs de prix** se **concrétise**, notamment un rachat (partiel) des **pylônes mobiles** (qui libère la valeur de l'infrastructure de télécommunications), le rachat de certains actionnaires minoritaires par **Liberty Global** (ratio d'endettement inférieur à celui des sociétés sœurs ; écart d'évaluation entre le privé et le public) ou une fusion avec **Vodafone-Ziggo** (synergies fiscales importantes).

En supposant qu'**Orange Belgium** devienne **l'acheteur final de VOO** et non l'un des grands fonds d'investissement (KKR, CVC, Warburg Pincus, BlackRock), nous pensons que **cela réduit considérablement le risque d'un nouvel entrant sur le marché**, ce qui est positif pour les trois acteurs belges des télécommunications.

Il est également important de noter que Telenet s'engage à verser un **dividende annuel d'au moins 2,75 euros par action**, hors acquisitions et fusions, ce qui implique un rendement de 8 à 9%. »

Description de l'entreprise :

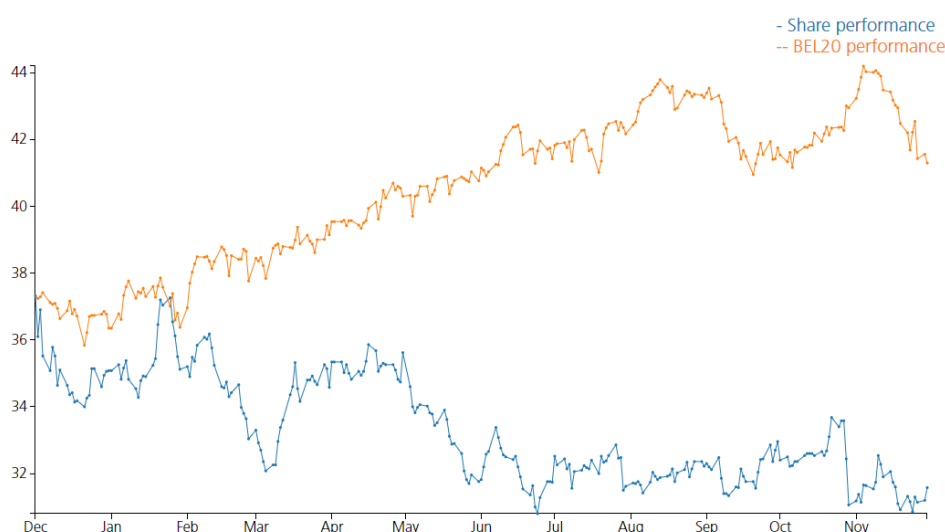
Telenet est spécialisée dans la fourniture d'Internet à large bande, de services de téléphonie fixe et mobile et de télévision par câble à des clients dans toute la Flandre et à Bruxelles via un réseau HFC (hybride fibre optique-coaxial). Liberty Global est le principal actionnaire de Telenet.

Déclencheurs :

- Offre de Liberty Global.
- Fusion transfrontalière avec VodafoneZiggo.
- Croissance des abonnés supérieure aux attentes.
- Croissance (in)organique en Wallonie.
- Monétisation partielle du portefeuille aux mâts mobiles.

Risques :

- La préférence pour les services fixes à bas prix entraîne une plus grande perte d'abonnés et un taux de résiliation plus élevé.
- L'essor rapide des services OTT et la tendance à proposer des offres de télévision à la demande et allégées pourraient accélérer la perte d'abonnés à la télévision en réseau.
- Des investissements plus importants que prévu dans le FttH et la 5G.
- Impact réglementaire défavorable.
- Une concurrence accrue en termes de revenus de la téléphonie fixe et mobile.



UCB (ISIN : BE0003739530)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 120,00 euros

Potentiel de hausse : 24,2% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Jeroen Van den Bossche : « Les **investisseurs** ont tendance à être **prudents** quant aux **perspectives d'UCB**, avec les prochaines **dates d'expiration des brevets** de ses produits phares, **Vimpat** (1,45 milliard d'euros de revenus en 2020, 28% des ventes) et **Cimzia** (1,79 milliard d'euros de revenus en 2020, 35% des ventes), en 2022 et 2024.

Nous pensons que cela **n'est pas fondé**, car la société a assuré la **succession** avec un **pipeline d'actifs précieux**. Les inquiétudes concernant la compétitivité du **Bimekizumab** sont exagérées, car les inhibiteurs de l'IL17A/F ont démontré leur **supériorité par rapport à** pas moins de 3 médicaments concurrents. En

termes d'**efficacité**, les performances du bimekizumab sont à peu près identiques à celles de l'IL23 **Skyrizi** d'**AbbVie**, ce qui fait de ces deux médicaments les **deux principaux prétendants à un marché du psoriasis estimé à 30 milliards de dollars** d'ici 2026. L'**estimation** actuelle **des ventes maximales** du Bimekizumab (2,5 milliards d'euros, dont 1,5 milliard pour le psoriasis) semble très **prudente**, ce qui place la **barre très bas** pour le succès du successeur du Cimzia par UCB. La **date d'approbation finale** du Bimekizumab **par la FDA** a été **retardée**, mais cela est dû à des retards dans les inspections de sites causés par la pandémie de COVID. Le médicament est **déjà autorisé** pour le psoriasis modéré à sévère **dans l'UE et au Royaume-Uni**.

Le même raisonnement peut être appliqué au tandem FcRn/complémentaire **Rozanolixizumab/Zilucoplan** d'UCB. Bien que l'**efgartigimod d'argenx** devrait être le **premier médicament** à entrer sur le marché en tant que traitement de la **myasthénie grave généralisée** (MGG), UCB devrait être le deuxième, avec un tandem de deux médicaments destinés au traitement aigu et d'entretien. Nous pensons que le **marché du gMG sera suffisamment important** pour plusieurs acteurs, et la valeur actuelle nette (VAN) du tandem (environ 3,5 milliards d'euros) estimée par les analystes incite clairement à la prudence par rapport à la VAN d'environ 9 milliards d'euros pour l'efgartigimod d'argenx. Par conséquent, nous considérons que cette partie du pipeline est particulièrement **sous-valorisée**.

Enfin, nous notons également que la **machine de développement commercial** d'UCB tourne à plein régime, avec **l'annonce toute récente de deux transactions**. **La première a été conclue avec le groupe biopharmaceutique italien Chiesi** ; en vertu de laquelle les droits commerciaux mondiaux pour le développement, la production et la commercialisation du zampilimab ont été cédés par UCB à Chiesi. Ce produit a été développé pour la fibrose pulmonaire idiopathique, une maladie pulmonaire rare mais grave. UCB a également annoncé **une collaboration avec Novartis** pour le développement et la commercialisation conjoints de deux des actifs neurologiques d'UCB ciblant la maladie de Parkinson. UCB **recevra un paiement initial de 150 millions d'euros**, mais en raison des paiements d'étape, le montant peut atteindre 1,5 milliard d'euros. Après une éventuelle autorisation, UCB se chargerait de la commercialisation en Europe et au Japon ; Novartis se concentrerait sur les États-Unis et le reste du monde.

Si UCB a abandonné son objectif à court terme d'une marge EBITDA de 30 % et vise désormais 27-28 %, l'**objectif de revenus à moyen terme** (au moins 6,0 milliards d'euros d'ici 2026) était **beaucoup plus élevé que prévu**. Cela démontre la **confiance** dans la partie émergente du **pipeline** et la volonté de **continuer à investir dans la R&D** (recherche et développement) et à générer de **nouveaux médicaments innovants**.

Nous pensons que la valorisation actuelle ne reflète pas le potentiel des actifs en cours de développement. Avec un flux d'informations attendu entre le quatrième trimestre 2021 et le premier trimestre 2022, nous pensons toujours qu'il s'agit d'un

point d'entrée intéressant pour les investisseurs.

Description de l'entreprise :

UCB a été fondée en 1928. La société est active dans une quarantaine de pays et emploie plus de 7 500 personnes. Il s'agit d'une **société biopharmaceutique mondiale** actuellement spécialisée dans deux domaines thérapeutiques : SNC (système nerveux central) et immunologie, étendue aux maladies osseuses.

Déclencheurs :

- Approbation du bimekizumab dans le PsO au 1H22 (US) et 1T22 (JPN)
- Résultats de la phase 3 du Zilucoplan au 4T21 dans le cadre de la GMG
- Résultats de la phase 3 du Bimekizumab au 4T21 dans le PsA/AxSpa
- Résultats préliminaires de la phase 3 du Rozanolixizumab au 1T22 pour la MG
- 2H22 Données de phase III du bimekizumab dans l'HS
- 2H22 Résultats de la phase III du rozanolixizumab dans le PTI

Risques :

- Pression générale sur les revenus, car les produits dont les volumes de vente sont les plus élevés voient leurs brevets expirer (Cimzia 2024, Vimpat 2022).
- Le bimekizumab, principal successeur de Cimzia, est positionné sur des marchés très concurrentiels tels que le psoriasis et l'arthrite psoriasique (rhumatisme)
- Le tandem zilucoplan & rozimab entrera sur le marché de la gastro-entérologie avec un certain retard par rapport à son principal concurrent, argenx, ce qui lui donne l'occasion de gagner déjà des parts de marché.





Umicore (ISIN : BE0974320526)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours : 54 euros

Potentiel de hausse : 25% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation

Wim Hoste : « **L'électrification** des véhicules n'en est encore qu'à ses débuts et devrait constituer un **important moteur de croissance** pour Umicore au cours de la prochaine décennie. Umicore occupe une **position solide sur le marché des cathodes** et la rentabilité de l'activité matériaux pour batteries devrait augmenter considérablement en 2022 grâce au démarrage de la nouvelle usine polonaise.

Nous pensons que les investisseurs **s'inquiètent trop de la menace concurrentielle** que représente la chimie des cathodes LFP et soulignons la traction limitée du LFP en dehors de la Chine à ce jour. Le **maintien des rendements élevés de Recycling and Catalysis devrait permettre de** poursuivre les investissements de croissance dans les matériaux pour batteries, tandis que les piles à combustible et éventuellement le recyclage des batteries et des anodes joueront également un rôle croissant dans les plans de croissance d'Umicore. Suite aux récentes baisses du cours de l'action, nous avons relevé notre recommandation de «Accumuler» à «Acheter» et lui donnons une place dans notre liste de favoris. »

Description de l'entreprise :

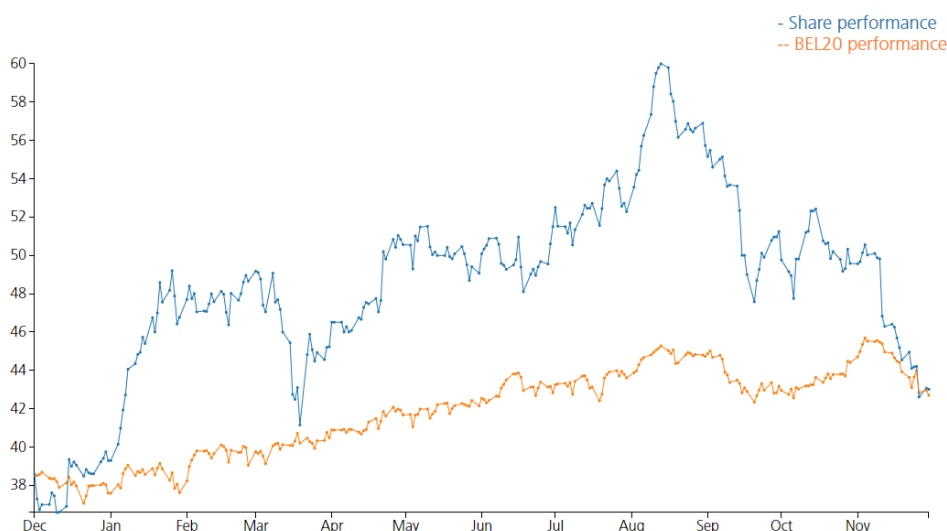
Umicore est un groupe de technologie des matériaux qui occupe une position de premier plan dans les applications de technologies propres et les activités présentant un important potentiel de croissance à long terme, telles que les matériaux pour batteries rechargeables (cathodes), les catalyseurs automobiles et le recyclage des métaux précieux et spéciaux.

Déclencheurs :

- Évolution des prix des métaux précieux et spéciaux
- La croissance continue du marché des véhicules électriques et les performances commerciales d'Umicore sur ce marché.
- Une preuve supplémentaire que l'amélioration de la rentabilité de la Catalyse est structurelle
- De nouveaux progrès dans les projets d'innovation tels que les anodes pour les batteries rechargeables et les piles à combustible.
- Preuve du redressement des marges bénéficiaires dans la division EST (Energy & Surface Technologies)
- Investissement potentiel dans une usine de recyclage de batteries à l'échelle industrielle

Risques :

- Une exposition importante aux prix des métaux, ces derniers étant généralement volatils.
- Risque technologique : un concurrent doté d'une technologie supérieure peut apparaître.
- Risque de PI, propriété intellectuelle
- Risque industriel ; par exemple, schéma de flux compliqué dans le recyclage ; quelques incidents d'incendie ces dernières années.
- Risque de banalisation des matériaux de batterie
- Extension des limites de plomb dans le sang pour Hoboken dans le cadre du permis d'exploitation modifié - Appel d'Umicore



PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS



Care Property Invest (ISIN : BE0974273055)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours 38,00 euros

Potentiel de hausse : 48,7% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Wido Jongman : « Nous sommes **positifs à l'égard de l'immobilier de santé** et nous considérons que les actifs dans lesquels ils investissent sont essentiels pour la société. Nous voyons la demande augmenter à long terme, sous l'effet de l'évolution démographique.

La visibilité des bénéfices est très élevée pour Care Property Invest, en tant **que**

acteur pur de l'immobilier de soins générant des revenus locatifs provenant **principalement de contrats triple net** sur un marché non cyclique. Malgré la recrudescence des infections COVID dans les maisons de soins résidentielles, nous pensons (comme lors de la précédente vague COVID) que les revenus locatifs des investisseurs en immobilier de soins s'avéreront défensifs.

De plus, par rapport à la dernière vague, nous nous attendons à un effet atténuant sur les taux d'infection et de mortalité des résidents grâce aux vaccinations de rappel, comme cela a été le cas en Belgique où ces vaccinations de rappel ont commencé tôt. Cela devrait constituer un filet de sécurité pour les opérateurs/locataires des actifs.

Le cours actuel de l'action **reflète une nette décote par rapport à Aedifica** (Accumuler, objectif de cours : 133 euros), une société du même secteur, dont les actions se négocient à un rendement attendu implicite de KBCS de 4,0 % pour l'exercice 2021. À un rendement implicite similaire, les actions de CP Invest devraient se négocier à environ 33 euros, selon l'estimation de KBCS. Nous pensons que la décote s'explique en partie par une évaluation du marché qui **ne reflète pas de manière adéquate la véritable juste valeur des créances de location-financement.** »

Description de l'entreprise :

Care Property Invest est une société immobilière belge réglementée (GWW) qui investit exclusivement dans l'immobilier de santé en Belgique (82%) et aux Pays-Bas (15%). Au premier semestre 2020, l'entreprise a également fait ses premiers pas en Espagne (3%).

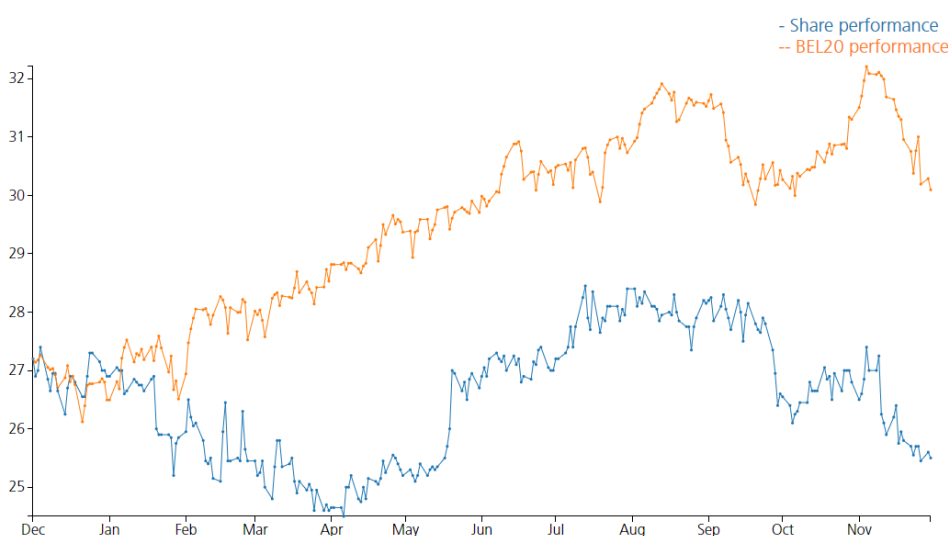
La valeur du portefeuille (FV) est d'environ 939 millions d'euros (30 % de contrats de location-financement et 70 % d'immeubles de placement). Le taux d'occupation reste excellent à 100% et la durée moyenne des baux est d'environ 17,5 ans. Le rendement initial net (EPRA NIY) s'élève à 5,13%.

Déclencheurs :

- Annonce de nouveaux projets, permettant à la croissance de dépasser les attentes
- Croissance à des niveaux de rendement plus élevés que prévu
- Fluctuations inattendues des taux d'intérêt
- Covid-19 peut affecter la stabilité financière des prestataires de soins de santé.

Risques :

- Une concurrence féroce pour les actifs à faible risque et générant des liquidités à long terme, limitant les possibilités d'expansion intéressantes ou à valeur ajoutée.
- La société dépend de l'accès aux marchés des capitaux et des actions pour financer l'expansion annuelle prévue de son portefeuille de 100 à 200 millions d'euros.
- Les changements dans la sécurité sociale peuvent affecter le revenu des prestataires de soins.
- Les niveaux de coûts plus élevés après COVID-19 peuvent avoir un impact sur la stabilité financière des prestataires de soins de santé, car les obligations de paiement des loyers sont mises en danger.



EVS (ISIN : BE0003820371)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours 27,5 euros

Potentiel de hausse : 30% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Guy Sips : « Nous pensons qu'EVS continuera à transformer les flux vidéo en direct en un **contenu riche et émotionnel**, en se concentrant sur l'**innovation** dans un **secteur de la diffusion en pleine évolution**, car :

Les clients d'EVS sont confrontés à un **nouveau comportement** du public **en matière d'observation** ;

- Attirer de **nouveaux acteurs** dans les visionneurs du secteur ;

- Permettre à **de nouvelles sources** de capturer des vidéos de **haute qualité** ;
- Les **nouvelles technologies** sont prêtes à être déployées ;
- De **nouvelles opportunités** apparaissent pour monétiser des événements sportifs moins populaires.

Nous sommes très satisfaits de l'**acquisition d'Axon**, qui permet à EVS de proposer une **solution d'infrastructure média plus complète sur le** marché. En effet, les deux portefeuilles de produits forment ensemble une **offre de bout en bout**, la production de médias étant de plus en plus fondée sur la propriété intellectuelle.

La prévision de recettes pour 2021 a été relevée à plusieurs reprises pour dépasser désormais 135 millions d'euros (auparavant entre 120 et 130 millions d'euros), mais reste encore tributaire d'éventuels problèmes de chaîne d'approvisionnement. »

Description de l'entreprise :

EVS a **révolutionné la diffusion sportive en direct** grâce à son système de «Live Slow Motion», qui est devenu une **technologie de rediffusion** très répandue pour les événements sportifs diffusés dans le monde entier. EVS est aujourd'hui l'**un des principaux acteurs du secteur** et, après l'acquisition d'Axon, il dispose d'une gamme encore plus large de solutions couvrant l'ensemble du cycle de production en direct. Grâce à son **expertise en matière de technologie de production en direct**, à ses capacités d'innovation et à son assistance à la clientèle, EVS aide ses clients à maximiser la valeur de leur **contenu médiatique** et à créer une **expérience visuelle**.

Déclencheurs :

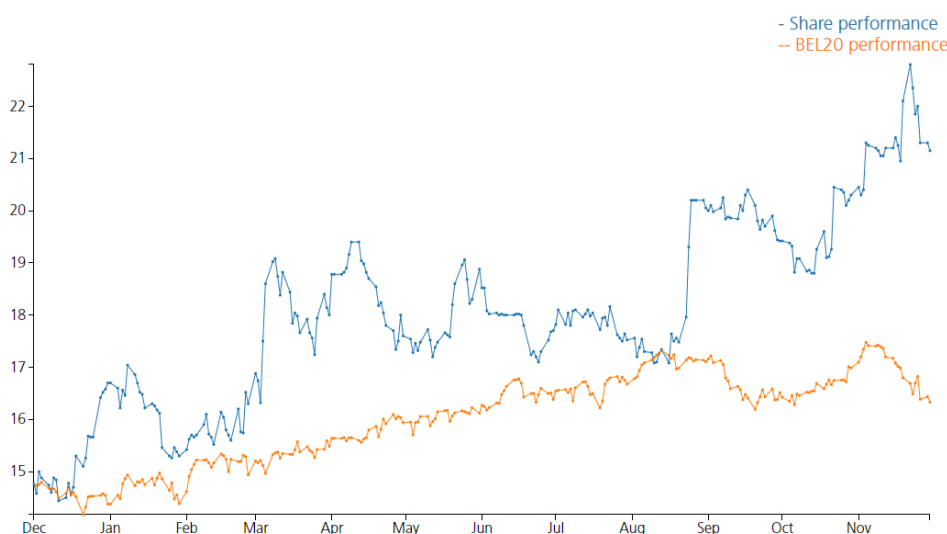
- Nomination de Serge Van Herck comme nouveau CEO et de Veerle De Wit comme CFO.
- Un contrôle strict des coûts.
- Après l'acquisition majeure d'Axon en mai 2020, l'intégration opérationnelle se déroule comme prévu.
- Afin de faire face à d'éventuelles pénuries de composants électroniques (dus aux conditions actuelles du marché), EVS a sécurisé son stock. Elle prévoit de livrer ses produits aux clients dans les délais normaux.
- L'intérêt pour ses solutions d'infrastructure média est également croissant, notamment en Amérique du Nord et du Sud où il était inconnu il y a 18 mois, avant l'acquisition d'Axon.

Risques :

- Les trois piliers du marché pour les revenus du SVE, à savoir les fournisseurs de services en direct (LSP), les entreprises d'audience en direct (LAB) et la location de grands événements (BER), sont affectés par

la pandémie de corona.

- Les conditions actuelles du marché sont extrêmement difficiles pour les radiodiffuseurs.
- La marge brute devrait également être affectée par une éventuelle pénurie et un retard dans la livraison des composants et des matières premières, ainsi que par la hausse de leurs prix.
- EVS prévoit toutefois une légère augmentation des dépenses d'exploitation en 2021 (également due à l'intégration de l'acquisition de l'infrastructure média d'Axon en mai 2020).



Fugro (ISIN : NL00150003E1)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 10,50 euros

Potentiel de hausse : 58,1% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Olivier Vandewoude : « Comme Fugro s'empare d'une part importante d'un marché de l'éolien en mer en plein essor, avec le soutien potentiel supplémentaire des dépenses gouvernementales en matière d'infrastructures et une éventuelle reprise du pétrole et du gaz en mer (O&G), nous pensons qu'il y a des raisons de croire que l'amélioration des marges va se poursuivre.

La société a récemment réussi à céder sa division Seabed Geosolutions et la réouverture des économies stimule la demande de pétrole plus rapidement que prévu, ce qui ouvre la voie à une accélération des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz. Bien que la vitesse de la reprise sur le marché final de l'O&G ait été décevante jusqu'à présent, nous pensons que la croissance la plus forte se produira au cours du premier semestre 2022.

Fugro se négocie à un ratio EV/EBITDA estimé à 4,4x pour 2022, ce qui représente une **décote de 38% par rapport à ses pairs**. Nous pensons que la dynamique positive autour de l'action reviendra, car les investissements dans R&G se redresseront et les projets d'énergie renouvelable continueront d'affluer. »

Description de l'entreprise :

Fugro est un grand spécialiste des géodonnées qui occupe une position de leader mondial dans le domaine des services géotechniques, d'enquête et de géoscience en mer. L'entreprise réalise 52 % de son chiffre d'affaires dans le segment du pétrole et du gaz (offshore), 23 % dans le marché de la construction et des infrastructures, 14 % dans les énergies renouvelables et 7 % dans les activités nautiques (principalement la protection des côtes). Fugro possède une flotte diversifiée de navires et dispose également de navires affrétés à long terme.

Déclencheurs :

- La reprise des prix du pétrole et l'augmentation des budgets d'investissement pour l'exploration et la production chez les majors pétrolières et les NOC (national oil companies).
- Améliorer l'utilisation de la flotte et accroître les gains d'efficacité opérationnelle après réduction des coûts.
- Une dette plus faible, qui sera un avantage significatif pour les actionnaires si l'EBITDA se redresse de manière significative (l'objectif de la marge EBIT reste de 8-12%).

Risques :

- Période prolongée de bas prix du pétrole et de faibles investissements par les majors pétrolières / NOCs (national oil companies)
- Une reprise du marché plus lente que prévu
- Reprise plus longue que prévu des prix et de l'utilisation des capacités dans le secteur des services pétroliers en mer, en raison de l'abondance des capacités disponibles.
- Maintien d'un niveau d'endettement élevé, nécessitant une augmentation des fonds propres
- Risque de ne pas atteindre les objectifs à moyen terme d'une marge EBIT de 8-12%.



Intervest Offices & Warehouses (ISIN : BE0003746600)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 33,00 euros

Potentiel de hausse : 22% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Wim Lewi : « L'historique du bénéfice a été assez volatile au cours des dix dernières années. Entre-temps, une **nouvelle direction** a pris ses fonctions et nous nous attendons à ce que les **bénéfices soient plus stables** à l'avenir.

Au cours des 10 dernières années, l'**écart** entre le rendement implicite d'Intervest et le rendement des obligations allemandes à 10 ans **s'est élargi**, tandis que le **profil de risque** de la société a, selon nous, **diminué**.

Au cours actuel de l'action, Intervest est évaluée à une **forte décote par rapport aux** autres pairs du secteur, même si vous compensez l'exposition aux bureaux. La part des bureaux représente maintenant 36% de la juste valeur du portefeuille. Ce chiffre était de 50 % en 2016 et de 61 % en 2012. La prime actuelle par rapport à ses actifs fixes nets n'est que de 22 %, contre une moyenne de près de 100 % pour les acteurs de la logistique pure.

Le **rendement du dividende** est également relativement élevé : actuellement **6,7 %** contre 4,1 % pour l'univers immobilier. L'action se négocie à 16 fois son bénéfice EPRA par action prévu pour 2021. Nous pensons que **le rabais pour l'exposition des bureaux est excessif**.

Les bureaux ont maintenant un taux d'occupation de 87% et sont évalués à un rendement de 9,3%. Nous maintenons notre objectif de cours de 33 euros et pensons qu'une plus grande valeur peut être réalisée alors que la partie bureaux du portefeuille continue de décliner.

Les catalyseurs à court terme comprennent la **vente de certains bureaux**, la relocation du bâtiment Galapagos et le rezonage du bâtiment PwC (futur «Greenhouse Woluwe Garden»). La société a également annoncé récemment le développement d'un entrepôt sur l'axe A12 Anvers-Bruxelles (Ooievaarsnest, 50 000 m² de surface brute constructible) avec des options de durabilité intéressantes (énergie éolienne/solaire). »

Description de l'entreprise :

Intervest O&W est une SIR belge, fondée en 1996 et cotée sur Euronext Bruxelles depuis 1999. Intervest possède un portefeuille mixte composé de biens immobiliers logistiques (IS21 : 64%) et d'immeubles de bureaux (IS21 : 34%). Les bureaux sont situés dans et autour de villes telles qu'Anvers, Malines, Bruxelles et Louvain. Les

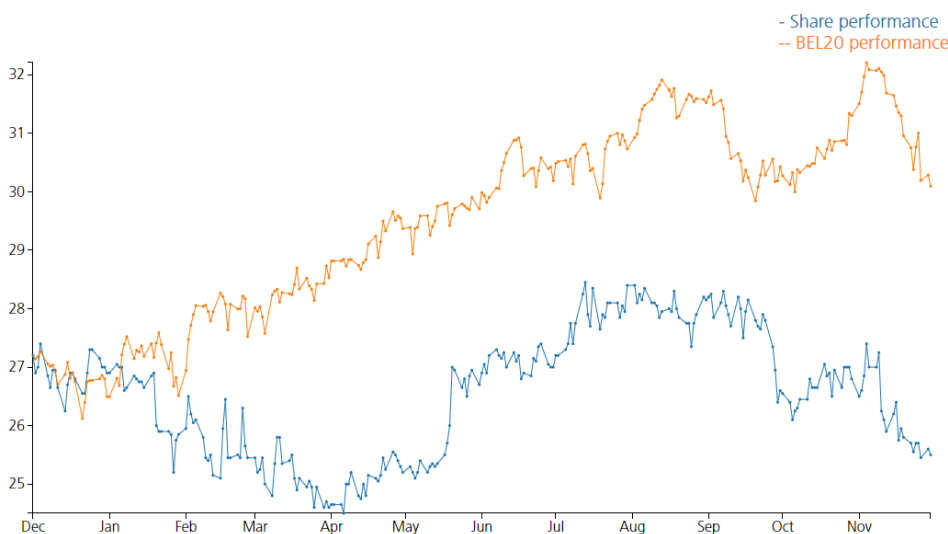
bâtiments logistiques sont situés sur les axes Anvers - Bruxelles - Nivelles, Anvers - Limbourg - Liège et Anvers - Gand - Lille et, aux Pays-Bas, concentrés sur les axes Moerdijk - 's-Hertogenbosch - Nijmegen, Rotterdam - Gorinchem - Nijmegen et Bergen-op-zoom - Eindhoven - Venlo.

Déclencheurs :

- Des extensions de la logistique à valeur ajoutée qui dépassent les attentes ;
- Leasing de Genk Green Logistics ;
- Augmenter le taux d'occupation des bureaux de la serre ;
- Relocation du bâtiment Galapagos après 1 à 2 ans.
- Croissance des loyers supérieure à notre prévision de 1% par an
- Réaffectation du bâtiment PwC (serre du jardin Woluwe) ;

Risques :

- Certains des plus gros clients d'Interinvest vont partir à court terme. Il s'agit notamment de PwC (5% de l'ANR), Nike (4% de l'ANR) et Galapagos (4% de l'ANR) ;
- La durée relativement courte des contrats de location d'Interinvest reste un risque ;
- En raison de Covid, certains coûts des bureaux de Greenhouse ne peuvent être récupérés ;
- En raison de Covid, les perspectives pour les bureaux sont très incertaines ;
- Les grands développements spéculatifs à Gand (GGL) restent un risque si les locataires ne peuvent être trouvés facilement





Kinepolis (ISIN : BE0974274061)

KBC Securities : «Acheter» - objectif de cours : 70 euros

Potentiel de hausse : 45,3% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Guy Sips, analyste de KBC Securities : « Nous pensons que Kinepolis **est sur la bonne voie en ce qui concerne la mise en œuvre des plans « Entrepreneurship » & « Star »** pour garantir les performances futures. Cela devrait compenser la baisse de 15 à 20 % de la fréquentation par rapport aux niveaux d'avant la crise des coronas (c'est-à-dire 2019) au niveau de l'EBITDA.

Comme nous ne prévoyons pas que le nombre de visiteurs pour 2022 soit inférieur de 20 % à celui de 2019, ces plans devraient avoir un effet **de levier important sur la rentabilité**. Une augmentation du nombre de variantes Delta ou Omicron pourrait retarder le calendrier, mais nous considérons Kinepolis comme une **action de qualité pour capitaliser sur la reprise post-Covid-19**. Notre modèle de valorisation actualisé indique que la génération de cash-flow libre de Kinepolis (sans fermetures forcées) dans les années à venir pourrait ouvrir la voie à de **nouvelles acquisitions** dès que la direction jugera le moment opportun. Nous émettons **une recommandation « Acheter et un objectif de cours de 70 euros. »**

Description de l'entreprise :

Au total, le groupe Kinepolis exploite actuellement **108 cinémas dans le monde**, avec un total de 1 097 écrans et près de 200 000 sièges. En **Europe**, Kinepolis Group NV possède 58 cinémas répartis en Belgique, aux Pays-Bas, en France, en Espagne, au Luxembourg, en Suisse et en Pologne. Depuis l'**acquisition du groupe de cinéma canadien Landmark Cinemas** et du **groupe de cinéma américain MJR Digital Cinemas**, Kinepolis compte également 40 cinémas au Canada et 10 aux États-Unis.

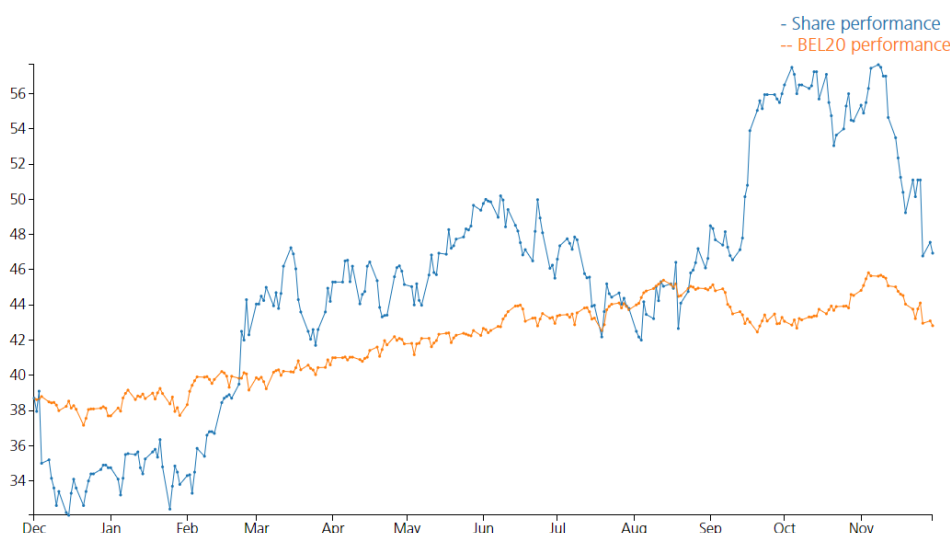
Déclencheurs :

- Les revenus liés aux visiteurs ont augmenté plus que le nombre de visiteurs. Tant les ventes de billets (Box Office) que les revenus des boissons et des snacks (In-theatre Sales) ont montré une augmentation par visiteur.
- Les recettes des ventes en salle par visiteur ont augmenté en raison d'un plus grand nombre de visiteurs en magasin et également en raison d'un plus grand nombre de produits achetés par visiteur. Les revenus de presque tous les autres secteurs d'activité, y compris les revenus des activités B2B et de la publicité sur écran, ont augmenté en glissement annuel, compte tenu de l'activité limitée en 2020.
- Le flux de trésorerie disponible du 3T21 s'est élevé à un bon 37,3 millions

d'euros et 4,5 millions d'euros ont été investis dans l'expansion externe au 3T21. Par conséquent, la dette financière nette (hors baux) a diminué de 542,3 millions d'euros à la fin du 1er semestre 21 à 507,4 millions d'euros (à la fin du 3e trimestre 21). Au 3T21, le levier financier a augmenté de 141,9 millions d'euros à 176,9 millions d'euros.

Risques :

- Au 3T21, seuls les revenus des activités immobilières ont diminué, en raison de concessions de location à des partenaires hôteliers.
- L'utilisation du pass sanitaire est actuellement obligatoire en France, aux Pays-Bas, au Luxembourg, au Canada et en Belgique.



Materialise (ISIN : US57667T1007)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours 40 \$.

Potentiel de hausse : 68,8% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Guy Sips : « Au cours des trois dernières décennies, Materialise a vu l'impression 3D passer d'une technologie naissante qui peinait à créer des formes même basiques, à une **technologie révolutionnaire capable de** transformer des secteurs entiers et de remettre en question les processus de fabrication traditionnels.

Au troisième trimestre 2021, les **ventes** de Materialise ont augmenté de 28 % pour atteindre un **record trimestriel de 52,2 millions d'euros**, et les **solides performances opérationnelles des trois segments ont** permis d'atteindre un

niveau record d'EBITDA ajusté de 9,7 millions d'euros. Materialise s'attend désormais à ce que le chiffre d'affaires de l'ensemble de l'exercice 2021 se situe dans la partie supérieure de la fourchette de 197 à 200 millions d'euros annoncée précédemment. Elle a également relevé sa prévision pour l'EBITDA ajusté en 2021 d'un maximum de 25 millions d'euros à un maximum de 28 millions d'euros.

L'acquisition récente de Link3D renforcera la capacité de Materialise à aider les entreprises à prendre le contrôle de leur atelier de fabrication à mesure qu'elles étendent leur capacité de fabrication additive (AM) à la production en volume. En outre, grâce à cette acquisition, Materialise va accélérer sa feuille de route pour fournir un accès dans le cloud à sa plateforme logicielle intégrée » «

Description de l'entreprise :

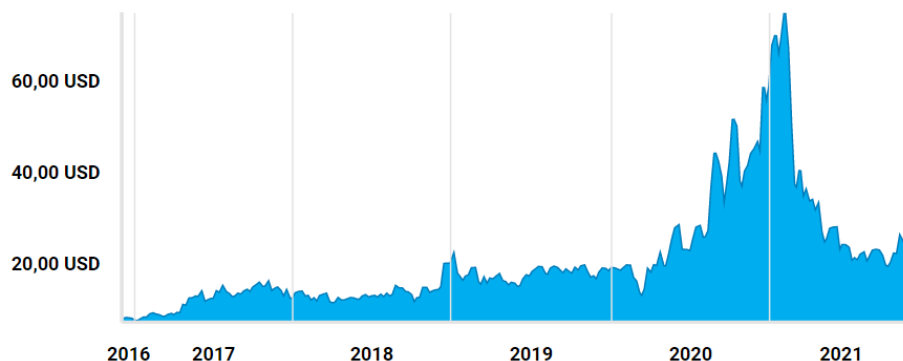
Materialise est un fournisseur de solutions logicielles de fabrication additive (AM) et de services avancés d'impression 3D dans un large éventail de secteurs, notamment les soins de santé, l'automobile, l'aérospatiale, l'art et le design et les produits de consommation. Materialise joue un rôle actif dans le domaine de l'AM depuis 1990, grâce à son implication dans l'AM pour les applications industrielles et médicales.

Déclencheurs :

- Dans le domaine des logiciels, ils veulent maintenir leur position de leader sur le marché existant des bureaux de services et renforcer leur position sur le marché en pleine croissance de la production de produits finis, à la fois par l'innovation et les partenariats stratégiques.
- Dans le secteur médical, Materialise entend continuer à pénétrer le marché hospitalier avec ses outils logiciels tout en conduisant la prochaine phase d'innovation sur les marchés de l'orthopédie, de la FMC et du cardiovasculaire.
- Dans son segment Materialise Manufacturing, Materialise se concentrera de plus en plus sur les pièces complexes et uniques en général et sur la croissance de ses initiatives en matière de wearables et d'aérospatiale en particulier.

Risques :

- Ne peut maintenir sa part de marché
- Risque de fausses alliances stratégiques
- Concurrence existante et accrue
- Perturbations du fonctionnement des centres de services
- Concentration des clients dans le secteur médical



Ontex (ISIN : BE0974276082)

KBC Securities : recommandation «Acheter», objectif de cours 14,00 euros

Potentiel de hausse : 89,1% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Wim Hoste : « **L'activisme des actionnaires** chez Ontex s'est traduit par des **changements importants** au niveau du **conseil d'administration** et de l'**équipe de direction**. Nous sommes convaincus que le nouveau CEO et CFO verront la nécessité d'améliorer considérablement les performances d'Ontex.

Au fur et à mesure que la direction ajuste la situation, la **décote excessive disparaîtra** et les actions Ontex reviendront à des **niveaux** plus **acceptables**. La récente mise à jour adressée aux investisseurs illustre qu'Ontex passe à l'action, avec un **plan d'économies** de 120 millions d'euros déjà annoncé d'ici 2023.

Au troisième trimestre 2021, l'EBITDA ajusté a diminué d'environ 30%, ce qui montre que - compte tenu de la durée des contrats existants - il faudra un certain temps avant que la **forte augmentation des prix des matières premières** puisse être répercutée.

Nous attendons avec impatience de pouvoir plonger plus profondément dans la **nouvelle stratégie** qu'Ontex présentera lors de la **journée des marchés financiers** à la mi-décembre. Renforcés par la valorisation attractive et la conviction que la direction peut améliorer de manière significative les performances d'Ontex, nous maintenons notre recommandation « Acheter ». »

Description de l'entreprise :

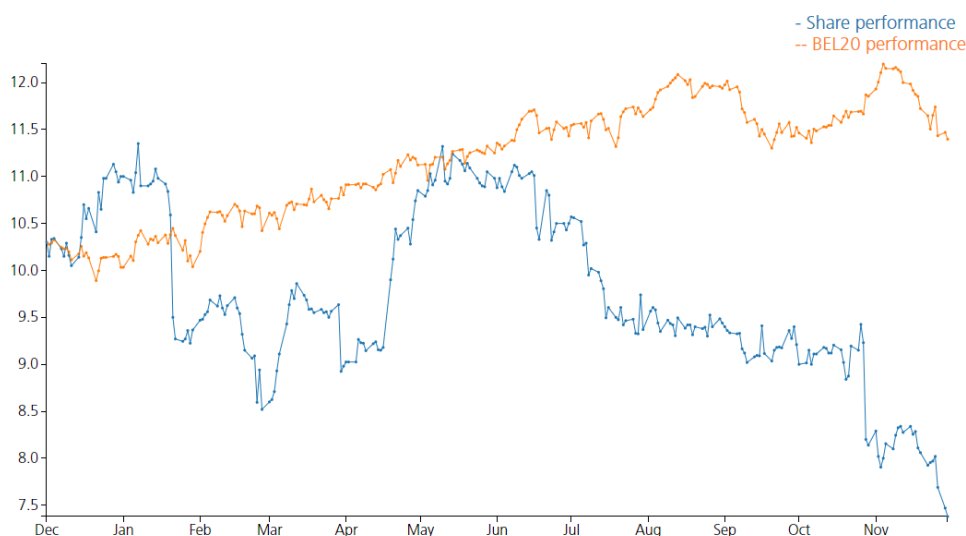
Ontex fabrique, commercialise et distribue ses produits d'hygiène jetables dans plus de 100 pays, à la fois par le biais de grandes marques de détail et sous ses propres marques. Les sites de fabrication sont situés à des endroits stratégiques en Europe, en Afrique du Nord et en Asie-Pacifique, avec quatre centres de recherche et développement (R&D) dédiés.

Déclencheurs :

- Les actionnaires activistes réclament des changements
- Nomination d'un nouveau PDG et d'un nouveau directeur financier
- Déployer des initiatives pour accroître les bénéfices
- Une inflation des produits de base qui, nous l'espérons, s'atténuera à un moment donné.

Risques :

- La volatilité des taux de change peut avoir un effet important sur les marges.
- Les prix des produits de base peuvent également affecter la rentabilité si les augmentations ne sont pas ou peu répercutées sur les clients.
- Incapacité à rétablir la confiance dans l'entreprise et son potentiel commercial





Sipef (ISIN : BE0003898187)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours 68,00 euros

Potentiel de hausse : 22,3% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Recommandation de motivation :

Michiel Declercq : « Sipef a publié une **très bonne mise à jour pour le troisième trimestre** de 2021, avec une augmentation de la production d'huile de palme de 18,1% par rapport à l'année précédente. Entre-temps, 88 % de la production d'huile de palme estimée pour 2021 a déjà été vendue à un prix moyen de 1 057 USD par tonne. Cela a conduit Sipef à **relever** ses **prévisions de bénéfice net** de 60-70 millions de dollars à environ 80 millions de dollars (sans compter la vente de PT Melania, d'une valeur d'environ 11 millions de dollars).

Les **prix de l'huile de palme** continuant à osciller **autour de niveaux records** (1 300-1 400 USD par tonne), nous pensons que Sipef **pourra bénéficier** de ces niveaux **au-delà de 2021**, le groupe semblant également confiant dans un environnement de prix élevés pour début 2022. Cette situation est due à plusieurs facteurs, notamment la diminution des stocks en Malaisie, la forte demande mondiale (en particulier en Inde et en Chine) et la production plus faible que prévu des principaux producteurs. Compte tenu des **perspectives positives et de la valorisation attrayante**, nous confirmons notre recommandation « Acheter » et notre objectif de cours de 68 euros. »

Description de l'entreprise :

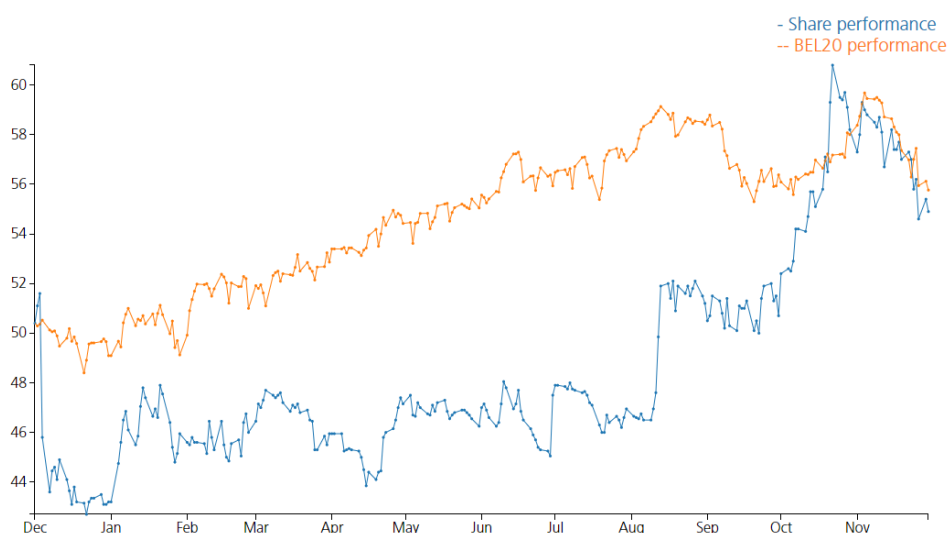
SIPEF est un groupe agro-industriel de premier plan axé sur la production d'huile de palme (96,9% du bénéfice brut au 1er semestre 21), de caoutchouc, de thé et de bananes en Indonésie, en Papouasie-Nouvelle-Guinée et en Côte d'Ivoire. La société détient principalement des participations majoritaires dans des sociétés de plantations tropicales qu'elle gère. L'huile de palme est utilisée non seulement comme huile de cuisson, mais aussi comme matière première pour les produits alimentaires, les cosmétiques, les détergents et le biodiesel.

Déclencheurs :

- Inversion du nouveau régime fiscal
- Nouvelle hausse des prix de l'huile de palme
- Augmentation des primes
- Renforcement de l'USD par rapport à l'EUR
- Initiatives visant à réduire l'écart avec les pairs de l'industrie
- Vente d'actifs non essentiels
- Hausse des prix du pétrole brut

Risques :

- Risque politique lié aux activités en Indonésie ou en Papouasie-Nouvelle-Guinée
- Augmentation des prix de revient
- Mouvements défavorables des taux de change
- Dépendance à l'égard des conditions météorologiques
- Production d'huiles végétales de substitution
- Sentiment autour des prix de l'huile de palme (surtout en Belgique)



X-fab (ISIN : BE0974310428)

KBC Securities : recommandation «Acheter» - objectif de cours 12 euros

Potentiel de hausse : 24% (par rapport au cours de clôture du 01/12/2021)

Motivation :

Ruben Devos : « Nous prévoyons que X-FAB réalisera un **taux de croissance annuel composé des ventes de 15 %** au cours de la période 2020 - 2023, principalement grâce à la reprise pluriannuelle du marché automobile, à l'accélération de l'adoption de la technologie du carbure de silicium et à la croissance des marchés de l'électronique médicale (laboratoire sur puce, applications à ultrasons). X-FAB étant l'unique source de plus de 90 % de ses produits manufacturés, cela pourrait être une excellente occasion pour la société d'établir des liens plus étroits avec ses clients de l'industrie des semi-conducteurs.

Nous pensons que la **pénurie mondiale persistante de puces** pourrait créer des **opportunités de prix** pour les fonderies. XFAB peut encourager ses clients à **signer des contrats à plus long terme** afin de s'assurer une capacité de fonderie

suffisante pour cette année et au-delà, voire **à augmenter les prix des plaquettes**, notamment pour les produits à faible marge.

Compte tenu de la croissance des ventes, du seuil de rentabilité EBIT des fonderies de X-FAB de 135 millions de dollars par trimestre et d'une capacité de production actuelle de 750 millions de dollars, nous nous attendons à ce que le **bénéfice brut fasse plus que quadrupler sur la même période**.

Notre **modèle d'actualisation des flux de trésorerie** valorise la société à **12 euros par action**, ce qui équivaut à un multiple EV/EBITDA attendu pour 2022 de 9,0x et donc à **une décote de 20 % par rapport aux pairs**.

Outre les arguments de prix positifs, nous soulignons que les investisseurs doivent **se méfier de la baisse des ratios livre-facture**, les clients reconsidérant leurs niveaux de stocks. Au moment où XFAB a proposé un plan d'investissement de 150 millions de dollars pour augmenter sa capacité, une baisse des taux d'utilisation de l'usine ferait dérailler le dossier d'investissement. »

Description de l'entreprise :

X-FAB est une fonderie de semi-conducteurs offrant des services de fabrication sous contrat. Elle produit pour les fabricants de semi-conducteurs et les IDM opérant sur les marchés de l'automobile, de l'industrie, des communications et du médical. Elle est spécialisée dans les circuits intégrés (CI) analogiques/mixtes à haute tension/température. XFAB possède six usines en Allemagne, en France, en Malaisie et aux États-Unis, avec une capacité totale de près de 100 000 démarrages de plaquettes (équivalent 200 mm) par mois.

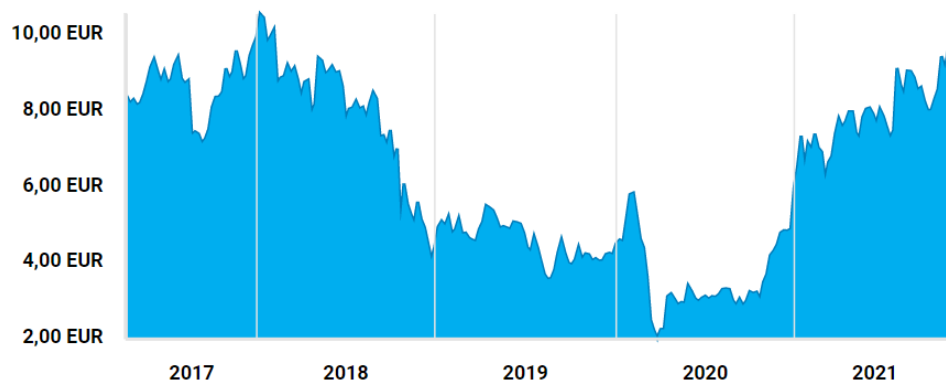
Déclencheurs :

- Reprise de la demande sur le marché final de l'automobile
- L'amélioration de l'utilisation des capacités des usines stimule les marges
- Conversion réussie de l'usine de Corbeilles à la fabrication de produits Core (de Consumer / Communications)
- Introduction accélérée de la technologie SiC

Risques :

- Échec du redressement d'une usine française
- Différends commerciaux entre les États-Unis, la Chine et l'Union européenne
- Adoption plus faible que prévu de la technologie SiC par les clients de XFAB
- Forte dépréciation de l'USD par rapport à l'EUR
- Melexis représentait près de 40 % des ventes en 2020, ce qui peut

- présenter un risque de concentration de la clientèle.
- Devoir arrêter la production en raison de cyberattaques, de conditions météorologiques extrêmes, etc.



Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site www.kbc.be/documentation-investissements#actions et aux « Disclosures » consultables sur le site www.kbcsecurities.com/disclosures. En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur www.kbcsecurities.com/disclosures.

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.