



Bolero



UPDATE Bolero Benelux Selectie – Agfa wordt toegevoegd

Motivering

Analist Guy Sips: “Wij **voegen Agfa toe aan de Bolero Benelux-selectie** omdat wij geloven dat **de markt het potentieel van Agfa's transformatie totaal verkeerd inschat**. De recent aangekondigde verkoop van de divisie Offset Solutions (voor een bedrijfswaarde van 92 miljoen euro) is een belangrijke stap. Het zal Agfa in staat stellen zich meer te concentreren op zijn groeiactiviteiten.

Het **Nieuwe Agfa 2.0** zal zich concentreren op:

- 1) Digital Print & Chemicals (inclusief Zirfons scheidingsmembranen voor gebruik in grootschalige waterstofprojecten en -sinds de overname van Inca- een hernieuwde focus op Sign & Display en Industrial Markets),
- 2) Radiology Solutions, en
- 3) HealthCare IT. Die laatste activiteit zou volgens ons wel eens de volgende zou kunnen zijn in Agfa's verkooptraject, eens het zijn rendabiliteitsdoelstelling van een “high teens” EBITDA-marge bereikt heeft.

De **lopende transformaties zitten goed op schema** en zullen naar verwachting leiden tot meer wendbaarheid en een verdere vereenvoudiging van Agfa's activiteiten. Ze zullen Agfa ook in staat stellen om **de kosten vanaf 2023 verder te verminderen**.

We hanteren een **“Kopen”-advies en koersdoel van 4,90 euro** voor het aandeel.”

ISIN code: BE0003755692

Advies: “Kopen” (laatste update: 29/08/2022)

Koersdoel: 4,90 euro (laatste update: 20/04/2022)

Huidige koers: 3,605 euro (slotkoers 31/08/2022)

Opwaarts potentieel: 35,92%

Beschrijving van de activiteiten

De Agfa-Gevaert groep is een van de wereldleiders in imaging en informatietechnologie. Agfa ontwikkelt en vermarkt analoge en digitale systemen voor de printindustrie (Agfa Graphics), voor de healthcare sector (Agfa HealthCare) en voor specifiek industriële applicaties (Agfa Materials).

Sterktes

- Agfa kondigde aan dat het een overeenkomst voor de aankoop van aandelen getekend heeft met de Aurealius Groep voor de verkoop van zijn divisie Offset Solutions voor een bedrijfswaarde van 92 miljoen euro (bijna in lijn met de door ons verwachte 116 miljoen euro), onder voorbehoud van de gebruikelijke aanpassingen van het werkkapitaal en de netto financiële schuld, alsook van de aftrek van minderheidsaandelen en nettopensioenschulden..

Zwaktes

- Hoewel voor Offset Solutions een verbetering wordt verwacht, zal deze divisie blijven lijden onder de inflatoire druk en de structurele achteruitgang van de offset-industrie.
- Het tekort aan grondstoffen blijft een voortdurende zorg en de concurrentiële omgeving om aluminium en andere grondstoffen veilig te stellen heeft de kostenstijging versneld.
- Naast de druk op de grondstofkosten (vooral aluminium), zijn ook de logistieke en

- Agfa's gamma Zirfon-membranen voor geavanceerde alkalische elektrolyse zet een nieuwe efficiëntienorm voor de productie van groene waterstof.
 - Agfa's Zirfon-scheidingsmembraan werd door Thyssenkrupp Nucera geselecteerd voor grootschalige groene waterstofprojecten. Het is een bevestiging van Agfa's productleiderschap in dit domein.
 - De evolutie van de eerste maanden van het jaar voortzettend, werd de omzetgroei in het tweede kwartaal van 2022 vooral aangedreven door volumeverhogingen en prijsacties in de divisie DCP (Digital Print & Chemicals) en prijsacties in de divisie Offset Solutions.
- operationele kosten de hoogte ingeschoten, aangezien het economisch herstel de vraag aanwakkert.
 - Agfa werd in het tweede kwartaal van 2022 sterk beïnvloed door kosteninflatie en problemen met de bevoorradingsketen.
 - In het tweede kwartaal van 2022 genereerde Agfa een vrije cashflow van -59 miljoen euro. Zoals verwacht was er een belangrijke seizoensgebonden stijging van het werkkapitaal in 2Q22. Daarnaast verwerf Agfa in 1H22 Inca Digital Printers en werd het programma voor de terugkoop van eigen aandelen afgerond. Bijgevolg evolueerde Agfa's netto financiële schuld (inclusief IFRS 16) van een nettokaspositie van 325 miljoen euro aan het eind van 2021 naar een nettokaspositie van 120 miljoen euro.
 - In het tweede kwartaal van 2022 bedroeg het werkkapitaal 31% van de omzet, een zeer hoog percentage en geen resultaat waar Agfa tevreden mee is. Belangrijk is in elk geval dat dit inclusief de activa van Inca is, die Agfa overnam en waarvan de omzet van de voorbije 12 maanden niet in de basis zat.

Bron: KBC Securities NV, analist Guy Sips



UPDATE Bolero Benelux Selectie – X-FAB wordt verwijderd

Motivering

Analist Guy Sips: “Wij schrappen X-Fab van de Bolero Benelux-selectie omdat wij **onze blootstelling aan aandelen met een hogere bèta (nldr. volatiliteit) en halfgeleideraandelen willen verminderen** (zo houden wij AMSL wel in de selectie). Voor X-Fab is dit echter geen afscheid, maar een 'tot ziens', aangezien **ons “Kopen”-advies en koersdoel van 12 euro behouden blijft.**”

Ondanks het huidige onzekere klimaat blijft X-Fab een **ongekend sterke vraag naar zijn technologieën zien**, die vooral wordt gestimuleerd door de steeds snellere elektrificatie. Dat geldt met name voor de automobiemarkt, waar X-Fab sterk vertegenwoordigd is. Wij verwachten dat X-FAB een samenstelde jaarlijkse groei in omzet van 17% zal bereiken over de periode 2020 - 2023, voornamelijk dankzij het meerjarige herstel van de automarkt, de versnelde toepassing van siliciumcarbide-technologie en de groei in de medische elektronicamarkten. Hoewel **het aanhoudende wereldwijde tekort aan chips op korte termijn tot opwaartse prijsdruk** kan leiden, denken wij dat dit vooral kansen creëert voor X-FAB om sterkere banden te smeden met zijn klanten die geen halfgeleiders produceren.

Gezien de omzetgroei, het EBIT-breakevenniveau van X-Fab's gieterijen bij een omzet van 135 miljoen dollar per kwartaal en een huidige productiecapaciteit van 750 miljoen dollar, verwachten wij dat **de brutowinst in dezelfde periode meer dan verviervoudigd zal zijn**. De inkomsten uit de kernmarkten van X-Fab - auto-industrie, industrie en medische sector - zijn in het tweede kwartaal van 2022 gestegen tot 82% (in het vierde kwartaal van 2016 was dit nog maar 48%).

Wij verwelkomen **deze succesvolle transformatie van de activiteitenportefeuille**, aangezien het aandeel van de kernactiviteiten met lange levenscycli en een hogere toegevoegde waarde systematisch is gegroeid.”

Bron: KBC Securities NV, analist Guy Sips



UPDATE Bolero Benelux Selectie – september 2022

Hoewel de Bolero Benelux Selectie in de periode juli-augustus aanzienlijk beter presteerde dan de Bel20-Index (-1,7% versus -3,4%), presteerden ze **2,7% minder goed dan het gemiddelde van de relevante indices** (Bel20, AEX & EuroStoxx50), waardoor de outperformance over het hele jaar uitkomt op 4,6%.

De beste prestaties in juli-augustus waren weggelegd voor **ASML** (+15,0%), **DEME** (+12,2%) en **bpost** (+10,6%), terwijl de slechtste prestaties voor **Telenet** (-25%), **UCB** (-17,8%) en **Materialise** (-15,3%) waren.

PREVIOUS PERIOD			
TOP PICKS	START	END	% CHANGE
AB Inbev	53.55	48.35	-9.72%
Ageas	40.30	40.49	0.47%
Ahold Delhaize	25.83	27.40	6.10%
Agfa	3.66	3.61	-1.37%
ASML	421.50	484.65	14.98%
bpost	5.49	6.07	10.56%
CP Invest	23.75	21.50	-9.47%
DEME	101.50	113.88	12.20%
D'leteren	138.50	150.70	8.81%
EVS	21.65	22.05	1.85%
GBL	80.26	75.50	-5.93%
Sofina	202.60	200.20	-1.18%
Intervest Offices	25.60	24.90	-2.73%
Kinepolis	46.22	43.78	-5.28%
Materialise	13.86	11.74	-15.30%
Telenet	18.89	14.17	-24.99%
TINC	13.16	13.48	2.43%
UCB	85.30	70.10	-17.82%
Umicore	32.36	31.75	-1.89%
X-FAB	5.92	6.21	4.90%
Average			-1.67%
AEX	656.71	680.31	3.59%
vs. AEX			-5.26%
Bel20	3711.71	3585.84	-3.39%
vs. Bel20			1.72%
EuroStoxx50	3421.84	3517.25	2.79%
vs. EuroStoxx50			-4.46%

Name	Sector	Target Price	Rating	Upside	Market Cap (m)	Analyst	Performance since IN
> € 1.5bn							
AB InBev	Beverages	€ 80.0	Buy	65.5%	€ 97,620	Wim Hoste	-31.6%
Ageas	Insurance	€ 57.0	Buy	40.8%	€ 7,682	Thomas Couvreur	-19.9%
Ahold Delhaize	Food & Staples Retailing	€ 32.0	Buy	16.8%	€ 28,653	Thomas Couvreur	23.1%
ASML	Semiconductors & Semiconductor	€ 810.0	Buy	67.1%	€ 196,988	Thibault Leneeuw	-19.4%
bpost	Air Freight & Logistics	€ 8.6	Buy	41.7%	€ 1,214	Thomas Couvreur	-20.1%
DEME	Construction & Engineering	€ 123.0	Buy	8.0%	€ 2,883	Olivier Vandewoude	12.2%
D'leteren group	Distributors	€ 205.0	Buy	36.0%	€ 8,334	Michiel Declercq	145.0%
GBL	Diversified Financial Services	€ 99.0	Buy	31.1%	€ 11,552	Sharad Kumar S.P.	-26.8%
Sofina	Diversified Financial Services	€ 283.0	Buy	41.4%	€ 6,857	Sharad Kumar S.P.	-32.5%
Telenet	Media	€ 40.0	Buy	182.3%	€ 1,598	Michiel Declercq	-57.2%
UCB	Pharmaceuticals	€ 110.0	Buy	56.9%	€ 13,635	Jeroen Van den Bossche	-8.1%
Umicore	Chemicals	€ 54.0	BUY	70.1%	€ 7,823	Wim Hoste	-26.5%
< € 1.5bn							
Agfa	Health Care Technology	€ 4.9	Buy	35.9%	€ 558	Guy Sips	-1.4%
Care Property Invest	Equity Real Estate Investment	€ 34.0	Buy	58.1%	€ 596	Wim Lewi	-20.1%
EVS Broadcast Equipment	Communications Equipment	€ 27.5	Buy	24.7%	€ 316	Guy Sips	7.3%
Intervest Offices & Warehouses	Equity Real Estate Investment	€ 33.0	Buy	32.5%	€ 662	Wim Lewi	9.5%
Kinepolis Group	Entertainment	€ 74.0	Buy	69.0%	€ 1,198	Guy Sips	-7.9%
Materialise	Software	\$24.50	Buy	108.5%	\$643.53	Guy Sips	-51.2%
TINC	Capital Markets	€ 14.0	Accumulate	3.9%	€ 490	Sharad Kumar S.P.	-0.7%

MARKET CAP > 1 miljard euro

AB InBev (ISIN: BE0974293251)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 80,00 euro

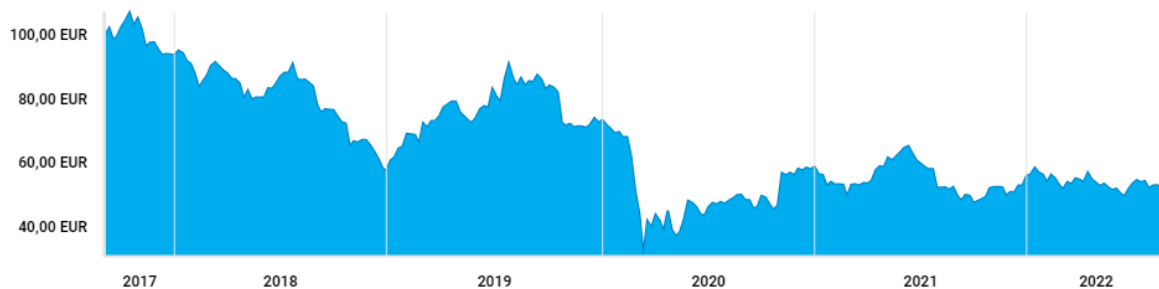
Opwaarts potentieel: 65,48% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 48,35 euro)

KBC Securities-analist Wim Hoste: “AB InBev (ABI) realiseerde een organische volumegroei met 3,4%, een organische omzetgroei met 11,3% en een genormaliseerde EBITDA-groei met 7,2% in het tweede kwartaal van 2022.

Stijgende prijzen van grondstoffen en verpakkingsmaterialen zullen op korte termijn waarschijnlijk een **tegenwind** vormen, maar AB InBev bewees in het verleden dat het over het prijsstellingsvermogen beschikt om dit te compenseren. De **groei** van de **inkomsten per hectoliter** is al **versneld** tot 7,5% in 2Q22 en de prognose voor heel 2022 gaat uit van een autonome EBITDA-groei met 4 à 8%, in lijn met de prognose voor de middellange termijn.

Wij blijven AB InBev waarderen voor zijn **leidende positie op de wereldwijde biermarkt**, met een aanzienlijk **groeiopotentieel op lange termijn** door een combinatie van premiumisering (brutowinst ongeveer 20% hoger in vergelijking met gewone bieren) en een aanzienlijke blootstelling aan opkomende markten (ongeveer 70% van het groepstotaal). De **schuldenlast** is sinds begin 2021 mooi **gedaald** (van 4,8x naar 3,9x) en wordt volgens ons ruimschoots gecompenseerd door een lang looptijdprofiel met beperkte korte looptijden.

Het aandeel wordt momenteel **verhandeld met een korting** ten opzichte van historische multiples en ten opzichte van een brede groep FMCG (Fast Moving Consumer Goods) en gedistilleerde drankengenoten. We zijn tevreden over de grotere transparantie die de nieuwe CEO biedt, in de vorm van een nauwkeurige indicatie op middellange termijn (met 4 à 8% jaarlijkse organische EBITDA-groei).”



Ageas (ISIN: BE0974264930)

KBC Securities: “Kopen-advies”, koersdoel 57,00 euro

Opwaarts potentieel: 40,78% (tegenover slotkoers 31/08/22: 40,49 euro)

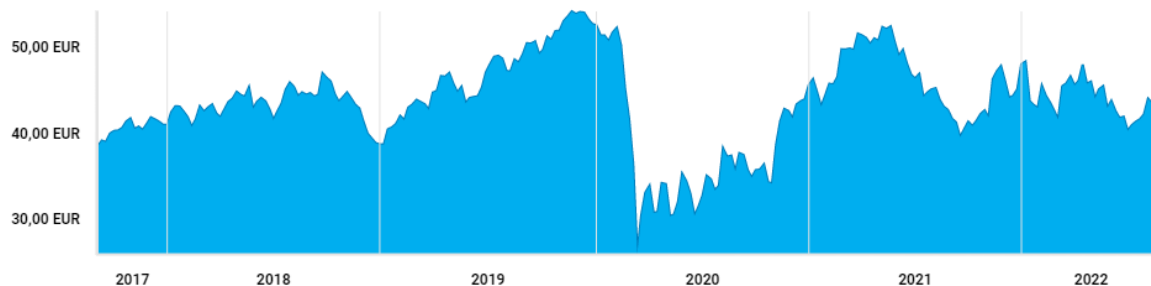
Analist Thomas Couvreur: “Het aandeel staat onder druk door de **ongerustheid op de Chinese markt**, die aanvankelijk werd veroorzaakt door de onrust op de vastgoedmarkt, gevolgd door hernieuwde bezorgdheid over COVID-19.

Vastgoedkwesities hebben een **beperkte impact** op Ageas omdat het aandeel geen blootstelling heeft aan commercieel vastgoed en de COVID-19-maatregelen nemen gestaag af.”

De **Chinese overheid** heeft onlangs **uitgebreide stimuleringspakketten** aangekondigd die de markten verder zouden moeten ontlasten, hoewel ze nog steeds -8% sinds jaarstart noteren. Na een dip tot 2,6% na de aangekondigde Chinese renteverlagingen, is de tienjaarsrente op staatsobligaties enigszins hersteld tot 2,68%, in lijn met de 2,69% van het begin van het jaar en aan de onderkant van de door Ageas verwachte bandbreedte van 2,7%-2,8%. In 1H22 lag die aan de bovenkant van deze marge waardoor de prognoses voor China voor 2022 volledig intact blijven.

Over het algemeen, is China minder blootgesteld aan de oorlog tussen Rusland en Oekraïne, waardoor **Ageas** aanzienlijk **meer veerkracht** heeft dan Europese sectorgenoten. In dit klimaat van onrust presteerde het aandeel van Ageas beter dan

de concurrentie. Op langere termijn blijven wij geloven dat Ageas een **goedkoop alternatief** is om een Aziatische blootstelling te verwerven met een kasstroomgeneratie uit de EU die verdere groei kan ondersteunen.”



Ahold Delhaize (ISIN: NL0011794037)

KBC Securities: “Kopen-advies”, koersdoel 32,00 euro

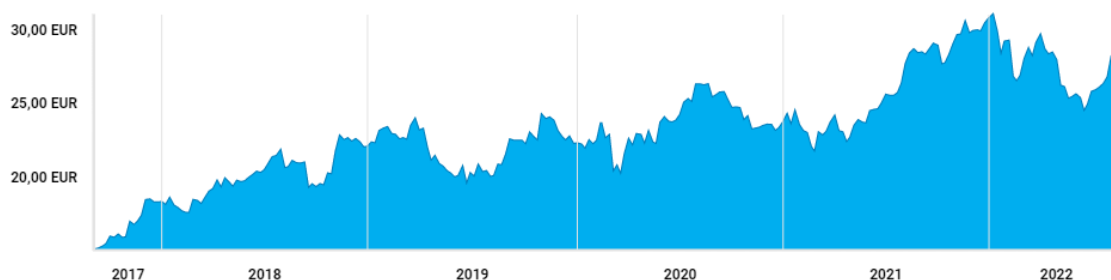
Opwaarts potentieel: 16,79% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 27,4 euro)

Analist Thomas Couvreur: “Ahold Delhaize rapporteerde **sterke resultaten voor het tweede kwartaal van 2022** en versloeg de consensusramingen in zowel de VS als de EU. Belangrijker is dat de groep aankondigde dat ze **haar geplande beursgang van bol.com zal afgelasten** wegens de ongunstige marktomstandigheden, maar wel aangaf dat ze haar plannen voor een beursgang opnieuw zal bekijken wanneer de markten dat toelaten.

Het **verlaagde ook de vooruitzichten voor de langetermijn capex van 3,5% naar 3,0%** van de omzet en verhoogde de vooruitzichten voor de geaccumuleerde vrijekasstroom voor 2022-2025 van € 6,0 miljard naar € 7,5 miljard, voornamelijk als gevolg van lagere investeringen in bol.com na de lager dan verwachte groei van de e-commerce. Dat nieuws werd door de markt positief onthaald aangezien het vorige investeringsplan uitzonderlijk hoog was in vergelijking met sectorgenoten (ca. 2 -2,5% van de omzet).

Algemeen zijn wij van mening dat Ahold Delhaize als voedingsdistributeur goed gepositioneerd is in de huidige inflatoire omgeving, waarbij de groep al heeft aangetoond dat ze **prijsinflatie snel kan doorrekenen aan haar klanten** en toch haar marges ongeveer intact kan houden, vooral in de VS. In de EU zouden de marges tegen het einde van het jaar ook moeten verbeteren dankzij nieuwe kostenbesparende initiatieven.

Rekening houdend met **een aanhoudend stijgend marktaandeel bij bol.com, Albert Heijn en in de VS**, handhaven wij ons **“Kopen”-advies en koersdoel van 32 euro**.



ASML (ISIN: NL0010273215)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 810 euro

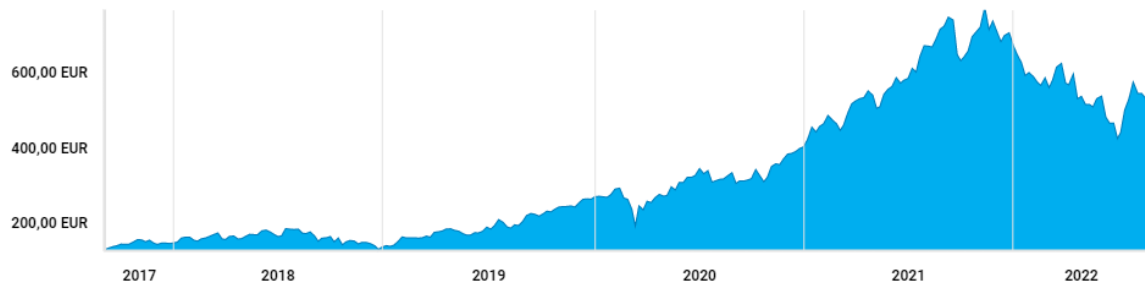
Opwaarts potentieel: 67,13% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 484,65 euro)

Analist Thibault Leneeuw: “De vooruitzichten voor ASML blijven er **rooskleurig** uitzien, aangezien het bedrijf **een historisch hoog orderboek voor apparatuur** blijft rapporteren.

Wij verwachten dat **de uitrol van EUV** (extreem violet licht) **een sterke groeimotor** zal zijn tot ver in het volgende decennium. Naast de Europese chipswet heeft het Amerikaanse Congres de **Amerikaanse CHIPS-wet** ondertekend, waarvan ASML zal profiteren.

Tegenwind, zoals **een vertraging van de economie en een verminderde vraag naar smartphones en pc's**, zal worden **gecompenseerd** door drijvers zoals **AI, datacenters en overheidsinitiatieven**. Het effect van vertraagde leveringen is verwaarloosbaar, aangezien die overeenkomt met het moment waarop de inkomsten worden toegewezen, zonder dat dit een impact heeft op de onderliggende volumes.

Wij geloven dat bepaalde **anticyclische kenmerken van ASML**, zoals het technologische voordeel, de prijszettingmacht, het groeipotentieel op lange termijn en het asset-light bedrijfsmodel, **beleggers in het huidige marktklimaat zouden moeten aanspreken.**"



bpost (ISIN: BE0974268972)

KBC Securities: "Kopen"-advies, koersdoel 8,60 euro

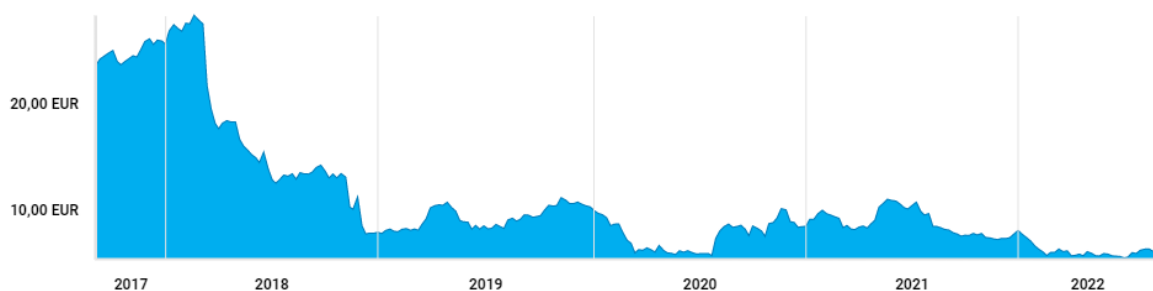
Opwaarts potentieel: 41,68% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 6,07 euro)

Analist Thomas Couvreur: "bpost rapporteerde **sterke resultaten voor het 2e kwartaal van 2022** dankzij bijkomende kostenbesparingen en opnieuw een sterke prestatie van Radial US dankzij nieuwe klanten.

Omdat de resultaten van de eerste helft van 2022 beter waren dan verwacht, heeft bpost besloten om het neerwaartse risico van zijn oorspronkelijke EBIT-prognose van 280 tot 310 miljoen euro te verlagen van 40 naar 25 miljoen euro.

Hoewel de pakketvolumes van bpost nog **steeds te lijden hebben onder de insourcing door Amazon** en de trager dan verwachte groei van de e-commerce, lijkt het erop dat bpost met succes kostenbesparende initiatieven doorvoert.

Daarnaast trekt het momentum bij Radial eindelijk aan, waarbij KBCS nu verwacht dat de omzet meer dan 50% boven het niveau van vóór de crisis zal uitkomen. Volgens ons wordt dat **niet volledig weerspiegeld in de aandelenkoers van bpost**, waarbij de groep wordt verhandeld tegen een geschatte koers/winst voor 2022 van slechts 6,5x, of **een korting van 40% ten opzichte van sectorgenoten**. Daarnaast beschikt bpost ook over bijna € 1,0 miljard aan bruto cash voor potentiële fusies of overnames. Daarom houden wij een "Kopen"-advies en koersdoel van 8,6 euro."



Deme (ISIN: BE0974413453)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 123,00 euro

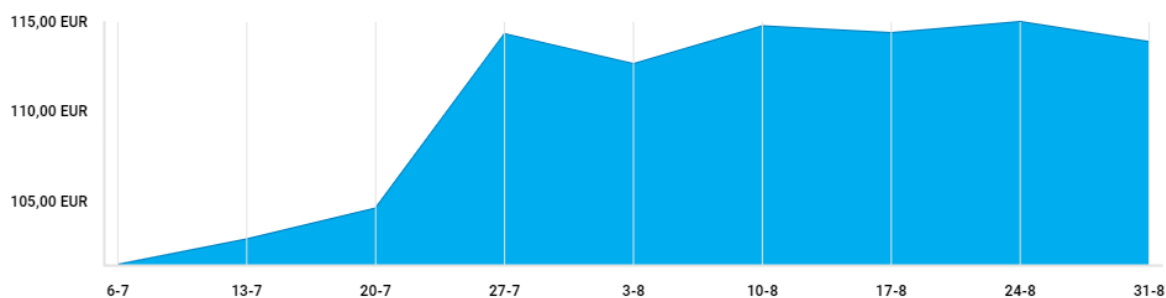
Opwaarts potentieel: 8% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 113,88 euro)

Analist Olivier Vandewoude: “DEME's **grootste groeimarkt** is **offshore-windenergie**, waar het momenteel een **marktaandeel van 20%** heeft als het gaat om de installatie van turbines. Zij bereiden zich zwaar voor om hun positie (tenminste) te behouden door de bouw van een van de meest geavanceerde vloten ter wereld. DEME zal een van de weinige spelers zijn die een antwoord heeft op een toekomstige bottleneck voor offshore wind: de capaciteit van installatieschepen. Naast offshore wind, is DEME ook nog steeds **zeer actief als baggermaatschappij** en in de traditionele energiemarkten. Hier zorgen de macrotrends en de olieprijs voor een stijgende vraag, wat tot uiting komt in concrete projecten die in de aanbestedingspijplijn zitten. Het management van zowel DEME als Boskalis is zeer enthousiast over beide markten, met enorme aanbestedingsmogelijkheden.

De **resultaten over het eerste halfjaar van 2022** gaven een **gemengd beeld**. Hoewel de resultaten minder goed waren dan we hadden verwacht (door herschikkingen in Rusland-Oekraïne en inflatie en tegenwind in de toeleveringsketen), stelden ze op EBITDA-niveau teleur. DEME verwacht echter dat de EBITDA over boekjaar 2022 op een vergelijkbaar niveau zal uitkomen als vorig jaar, wat aanzienlijk hoger is dan onze aanvankelijke raming van 441 miljoen euro.

Vanuit een waarderingsperspectief is volgens ons Boskalis de perfecte peer. Terwijl Boskalis momenteel wordt verhandeld tegen een geschatte EV/EBITDA-multiple voor 2023 van 7,2x, wordt DEME bij zijn huidige waardering daaronder verhandeld met een geschatte **6,6x EV/EBITDA voor 2023**. De korting was het gevolg van het feit dat CFE ook contractingactiviteiten omvatte die doorgaans tegen veel lagere multiples worden gewaardeerd. Door de opsplitsing heeft die redenering geen zin meer. Sterker nog, wij zijn van mening dat **DEME een premie verdient ten opzichte van Boskalis**.

DEME heeft een **veel grotere blootstelling aan de veelbelovende offshore-windenergiemarkt** en beschikt over veel opwaarts potentieel uit de concessies (belangen in offshore-windenergie, de waterstofportefeuille en GSR (Global Sea Mineral Resources NV)). Die worden momenteel tegen boekwaarde in aanmerking genomen, dus er kan daar sprake zijn van **enig verborgen opwaarts potentieel**. We hanteren een **“Kopen”-advies en koersdoel van 123 euro**.”



D'leteren (ISIN: BE0974259880)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 205,00 euro

Opwaarts potentieel: 36% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 150,7 euro)

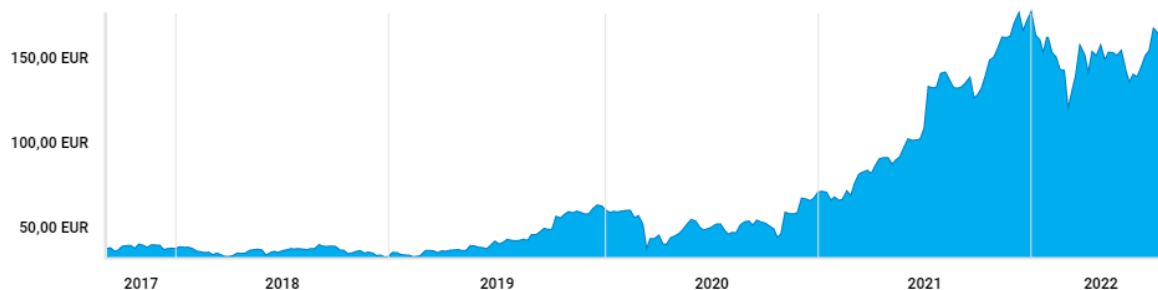
Analist Michiel Declercq: “D'leteren's kroonjuweel **Belron blijft profiteren van het toegenomen aantal kalibraties** die gepaard gaan met hoge marges. De activiteit **voertuigbeglazing** (herstelling en vervanging) is eveneens **veerkrachtig** in tijden van laagconjunctuur.

Als marktleider en gezien zijn relatie met de verzekeraars, beschikt Belron ook over **een sterk prijszettingsvermogen**, hoewel er een zekere vertraging zou kunnen zijn.

Bij D'leteren Auto blijft het **aantal inschrijvingen van Belgische wagens laag**. Doordat de prioriteit echter uitgaat naar premiumauto's, nemen de marges hier toe.

Wij waarderen ook **de diversificatie van de groep in de recent toegevoegde bedrijven TVH Parts & PHE Holding** die beide enige gelijkenis vertonen met Belron in termen van consolidatiepotentieel.

Na een korting van 15% op onze geraamde som-der-delen-waardering van 239 euro, **blijven wij bij ons “Kopen”-advies en ons koersdoel van 205 euro.”**



GBL (ISIN: BE0003797140)

KBC Securities: “Kopen”-advies en koersdoel van 99 euro

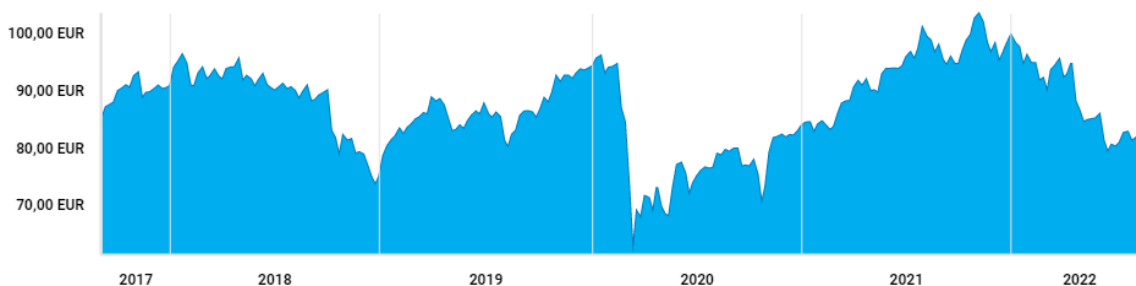
Opwaarts potentieel: 31,13% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 75,5 euro)

Analist Sharad Kumar: “Op de Capital Markets Day in november 2021, kondigde GBL de nieuwe strategie aan om te evolueren naar **een aandeel van 40% voor private equity in de portefeuille**. Dat zal worden bereikt door **extra bijdragen aan het Sienna-platform**, alsook door de **outperformance van de private activa**, waarbij GBL rendementen verwacht van 14-15% voor Sienna en van 17-19% voor de private deelnemingen. Intussen zal de invoering van het vermogensbeheer voor derden van Sienna GBL **een stabiele inkomstenbron** verschaffen en co-investeringsopportunities binnen de groep creëren.”

GBL heeft lang gewacht om toe te treden tot de sector van de gezondheidszorg en heeft dat gedaan door **meerderheidsparticipaties te nemen in Affidea en Sanoptis** (met een omzet over 2021 van respectievelijk ongeveer 650 miljoen en 300 miljoen euro), die volgens ons allebei investeringen van hoge kwaliteit zijn.

Gelet op de recente geopolitieke spanningen in Europa zou GBL ook voordeel moeten halen uit het feit dat het **geen blootstelling heeft aan Russische ondernemingen**. Ondanks verschillende initiatieven (vereenvoudiging van de aandeelhoudersstructuur, versnelling van het programma voor de terugkoop van eigen aandelen, nieuwe strategie, enz.) wordt het GBL-aandeel momenteel verhandeld tegen **een korting van ongeveer 34%** ten opzichte van onze geraamde netto-inventariswaarde van 131 euro.

We menen dat een korting in de buurt van de 20% meer gerechtvaardigd is. Wij herhalen dan ook ons **“Kopen”-advies en koersdoel van 99 euro.”**



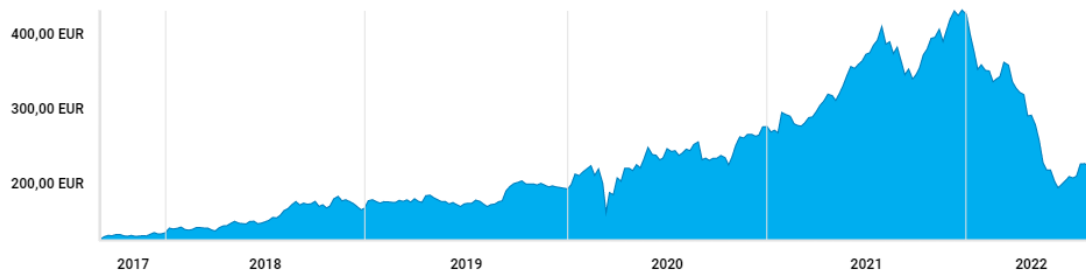
SOFINA (ISIN: BE0003717312)**KBC Securities: “Kopen”-advies en koersdoel van 283 euro****Opwaarts potentieel: 41,14% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 200,2 euro)**

Analist Sharad Kumar: “Sinds het begin van het jaar staat Sofina onder zware druk door **de shortpositie van Fraser Perring**, vragen over Zilingo en THG en door **het verhoogde pessimisme op de wereldwijde aandelenmarkten**.

De daling van het Sofina-aandeel over het hele jaar heeft de NAV-bijdragen van BYJU's, Zilingo en THG tenietgedaan.

Hoewel Sofina volledig blootgesteld blijft aan **drastische kortetermijnbewegingen** op de wereldwijde aandelenmarkten als gevolg van recessieangst, hoge inflatie, knelpunten in de toeleveringsketen, het aanhoudende conflict in Oekraïne en een mogelijke energiecrisis in Europa, blijven wij van mening dat **Sofina toegang biedt tot anders moeilijk toegankelijke best-in-class private equity/venture capital-ideeën, voldoende liquiditeit biedt, goed gediversifieerd** is over verschillende regio's en sectoren, en dus op lange termijn aandeelhouderswaarde zal creëren.

Wij herhalen dan ook ons **“Kopen”-advies en koersdoel van 283 euro**.

**Telenet (ISIN: BE0003826436)****KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 40,00 euro****Opwaarts potentieel: 182,29% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 14,17 euro)**

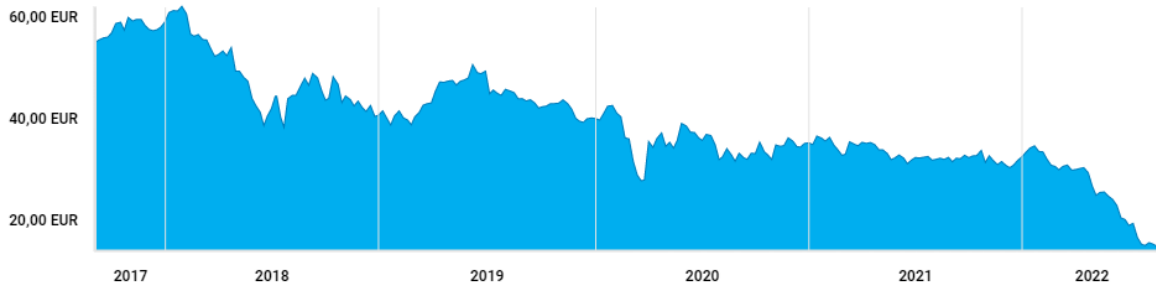
Analist Michiel Declercq: “Eind juli kondigde Telenet **de langverwachte Fluvius-deal** aan, waardoor Telenet een belang van 66,8% krijgt in de nieuwe onderneming Netco. Dat nieuws werd door de markt **negatief beoordeeld** omdat het zal leiden tot een investeringsuitstroom van € 2,0 miljard. Dat zal gedeeltelijk worden gefinancierd door **een aanzienlijke verlaging van het dividend van € 2,75 naar € 1,0 per aandeel**.

Nu de Fluvius-deal en de spectrumveiling achter de rug zijn, denken wij dat **veel van het negatieve nieuws al is ingeprijsd**.

Er blijft echter enige onduidelijkheid bestaan over de nieuwe rapportagestructuur die vanaf 2023 van kracht wordt en die een volledige herschikking van ons waarderingmodel zal vergen. Meer informatie hierover, onder meer over de langetermijndoelstellingen, wordt **eind september op de Capital Markets Day verwacht**.

Die kan, samen met de huidige lage waarderingen (die volgens ons niet onopgemerkt zullen blijven bij Liberty Global), op **korte termijn een stimulans** zijn voor het aandeel, net als het aantrekken van een netto partner voor de Netco.

Wij blijven momenteel bij ons **“Kopen”-advies en koersdoel van 40 euro**.



UCB (ISIN: BE0003739530)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 110,00 euro

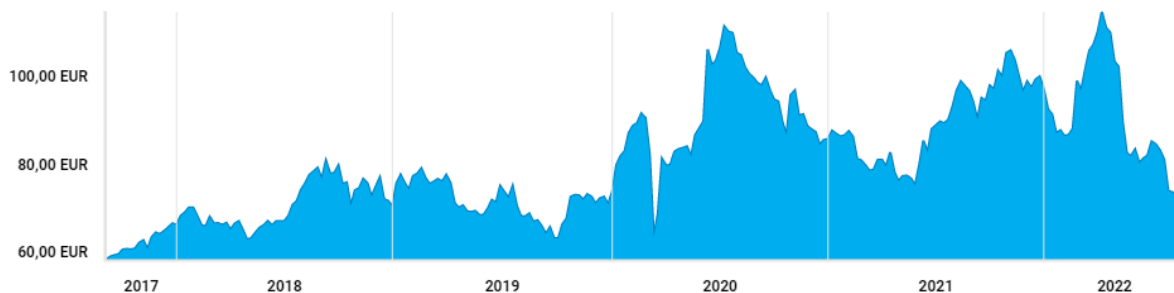
Opwaarts potentieel: 56,92% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 70,1 euro)

Analist Jeroen Van den Bossche: “Beleggers waren begrijpelijkerwijs geschokt door de recente **CRL-brief van de FDA** betreffende de aanvraag tot goedkeuring voor Bimzelx/bimekuzimab in psoriasis. Bovendien zorgen de vooruitzichten van UCB met de aankomende **vervaldata van patenten** in 2022 en 2024 voor sterproducten **Vimpat** en **Cimzia** voor bijkomende (maar welbekende) bezorgdheid.

Wij menen dat de recente terugval **een opportuniteit is om UCB op te pikken** om een aantal redenen:

- Wat **Cimzia** betreft, zullen de **biosimilars ten vroegste in 2026** (waarschijnlijk 2027) **op de markt** komen, waardoor de invloed van het vervallen van het patent met minstens twee jaar zal worden uitgesteld, aangezien het de enige TNFa-inhibitor blijft met een bewezen veiligheidsprofiel bij vrouwen in de vruchtbare leeftijd.
- Wat Bimzelx betreft, denken wij dat de CRL-opmerkingen zullen worden opgelost aangezien het een **productiekwestie** is en geen product-/veiligheidsprobleem. Bovendien zijn de IL17A/F-remmers **superieur** gebleken ten opzichte van niet minder dan drie concurrerende geneesmiddelen. Qua **doeltreffendheid** presteert Bimekizumab ruwweg in lijn met **AbbVie's** IL23 **Skyrizi**, wat van deze twee geneesmiddelen de **top 2 kanshebbers** maakt voor een **psoriasismarkt** die tegen 2026 naar schatting zal groeien tot 30 miljard dollar. De huidige **geschatte piekverkoop** voor Bimekizumab (2,8 miljard euro, waarvan 1,5 miljard euro voor psoriasis) lijkt zeer **conservatief**, en legt de **lat laag** voor succes voor UCB's opvolger van Cimzia. Het geneesmiddel is al **goedgekeurd** voor matige tot ernstige psoriasis **in de EU, het VK, Japan en Canada**. Wij denken nu dat het geneesmiddel een superieure behandeling zal zijn voor psoriatische artritis bij mensen die niet op TNFa reageren. Recente gegevens over axiale spondyloarthritis wijzen erop dat het geneesmiddel ook in dit domein een sterke mededinger zal zijn en verdere informatie zal de komende dagen worden bekendgemaakt. Voor de zeldzame indicatie van hidradenitis suppurativa verwachten wij tegen het einde van het jaar topline-resultaten en wij menen dat een succes in deze indicatie zeer waarschijnlijk is.
- Die redenering kunnen we ook doortrekken voor UCB's FcRn / complement tandem **Rozanolixizumab/Zilucoplan**. Hoewel **Argenx' efgartigimod** wellicht als **eerste geneesmiddel** op de markt zal komen als behandeling voor **spierziekte generaliseerde Myasthenia Gravis (gMG)**, zal UCB naar verwachting op de tweede plaats komen, met een tandem van twee middelen die gericht is op de acute en onderhoudsbehandeling. Wij denken dat de **gMG-markt groot genoeg** zal zijn voor verschillende spelers, en de door analisten geschatte huidige waarde (NPV, Net Present Value) van de tandem (ca. 3,5 miljard euro) wijst duidelijk op voorzichtigheid in vergelijking met de NPV van ca. 9 miljard euro voor Argenx' efgartigimod. Bijgevolg vinden wij dit onderdeel van de pijplijn bijzonder **ondergewaardeerd**. Belangrijk is ook dat we dit jaar de fase 3-resultaten verwachten van Rozanolixizumab in de hematologische indicatie ITP. Wij verwachten een partnerschap voor deze indicatie, aangezien hematologie momenteel niet een van de sterktes van UCB is.
- Ten slotte heeft UCB **Zogenx overgenomen**, waardoor **Fintepla** een UCB-activa is geworden. Fintepla is een geneesmiddel dat zal worden gebruikt voor zeldzame epilepsie-indicaties zoals het syndroom van Dravet en Lennox Gastaut. Volgens ons komt de overname op het juiste moment en **past ze strategisch uitstekend** bij UCB.

Wij menen dat de huidige waardering het potentieel van de activa in de pijplijn niet weerspiegelt, maar eerder een overreactie is van de markten vandaag. Daarom denken wij nog steeds dat dit voor beleggers een **aantrekkelijk instapmoment** is.”



Umicore (ISIN: BE0974320526)

KBC Securities: “Kopen”-aanbeveling – koersdoel: 54 euro

Opwaarts potentieel: 70,08% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 31,75 euro)

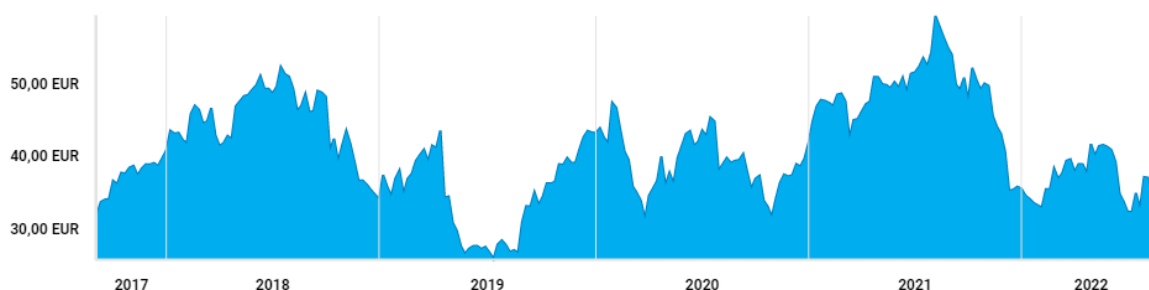
Analist Wim Hoste: “De **elektrificatie** van voertuigen staat nog in de kinderschoenen met slechts 5% aan elektrische wagens die verkocht worden op de totale nieuwe wagens in 2021 en zou in het volgende decennium **een belangrijke groeimotor moeten zijn voor Umicore**.

Umicore heeft een solide positie op de kathodemarkt, ook al zal de keuze van zijn klanten om kathodecomposities met een medium nikkelinhoud versneld te vervangen door composities met een hogere nikkelinhoud de groei in 2022 en 2023 tijdelijk negatief beïnvloeden.”

Wij menen dat beleggers zich **te veel zorgen maken over de concurrentiedreiging van LFP-kathodechemie** terwijl de tractie van LFP buiten China tot nu toe beperkt is en over **het aanzienlijke investeringsbudget van € 5 miljard** voor de komende vijf jaar, dat de nettoschuld/EBITDA tegen 2026 tot bijna 3x zou kunnen opdrijven. Wij maken ons niet echt zorgen over **de aanzienlijke capex**, aangezien investeringen in bijkomende kathodecapaciteit vrij modulair zijn en pas zullen worden beslist wanneer ze door contracten worden ondersteund.

De recente **joint venture-overeenkomst met Volkswagen** en de recente **leveringsovereenkomst met ACC (Stellantis, Mercedes-Benz)** vertegenwoordigen een bijkomend volume van ongeveer 200 GWh tegen 2030, wat al ongeveer **3x meer is dan de huidige capaciteit van Umicore** en in verhouding staat tot de algemene ambitie van de onderneming van meer dan 400 GWh tegen 2030.

De beslissing om te investeren in **een recyclagefabriek voor batterijen op industriële schaal (150kt)** zal een nieuw groeipad openen in een markt die zeer omvangrijk zou kunnen worden, met een geschatte marktomvang van ongeveer 6 miljoen ton tegen 2035.”



MARKET CAP < 1 miljard euro

Care Property Invest (ISIN: BE0974273055)

KBC Securities: "Kopen"-advies – koersdoel 34,00 euro

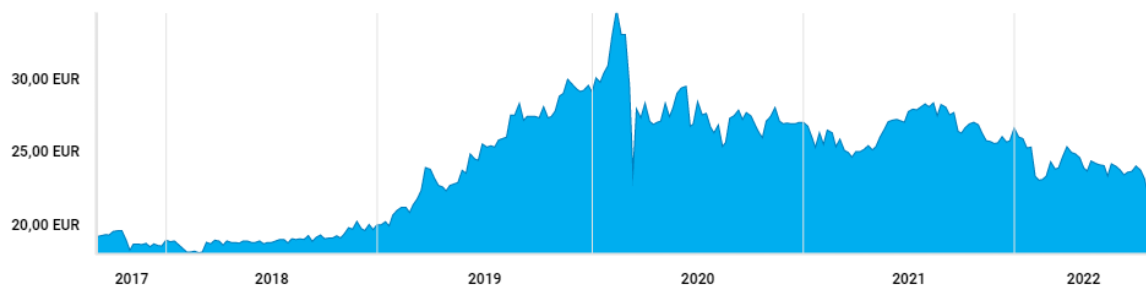
Opwaarts potentieel: 58,14% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 21,5 euro)

Analist Wim Lewi: "Wij blijven **positief over zorgvastgoedspelers** en beschouwen de activa waarin zij investeren als essentieel voor de samenleving. We zien de vraag op lange termijn groeien, onder impuls van demografische ontwikkelingen.

De winstzichtbaarheid is zeer hoog voor Care Property Invest als **een pure speler in zorgvastgoed** die huurinkomsten genereert uit **veelal triple net-contracten** in een niet-cyclische markt.

De huidige koers van het aandeel **weerspiegelt een duidelijke korting op het impliciete rendement** ten opzichte van sectorgenoot Aedifica. Volgens ons geeft de marktwaardering de reële waarde van de financiële-leasevorderingen onvoldoende weer.

De ruwweg 2000 serviceflats van de oude leaseportefeuille worden gewaardeerd op gemiddeld 100.000 euro voor een flat van 60 m². Dat is te verklaren omdat de lease accounting rekening houdt met de hogere rentevoeten, maar niet corrigeert voor inflatie in de lease-inkomsten zoals in de fair value van een normale beleggingsportefeuille. Dat verklaart ook waarom wij de aangepaste EPRA-winst per aandeel berekenen voor de niet-kaskosten in verband met de lease accounting."



EVS (ISIN: BE0003820371)

KBC Securities: "Kopen"-advies – koersdoel 27,5 euro

Opwaarts potentieel: 24,72% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 22,05 euro)

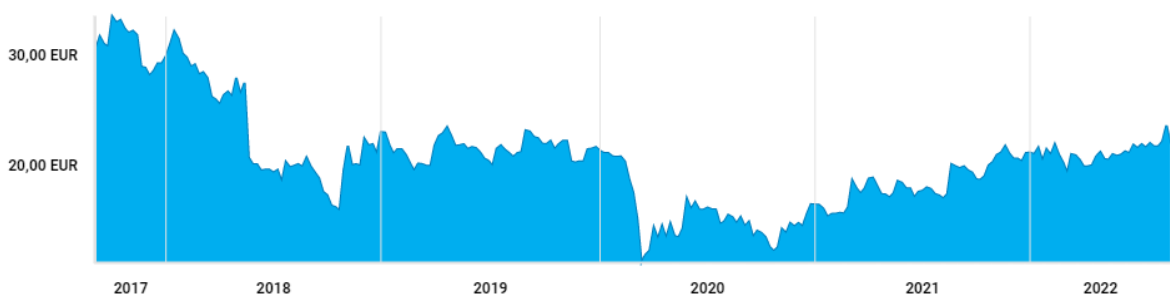
Analist Guy Sips: "De PLAY Forward strategie van EVS die begin 2020 werd bepaald, zorgt voor **de verwachte groei in de beide klantensegmenten** van EVS (LAB (Live Audience Business) en LSP (Live Service Providers)).

We zijn ook blij dat **de overname van Axon vruchten afwerpt**. Het wordt duidelijk dat het grootste deel van EVS' vooruitgang te danken is aan **de versnelde omzetgroei** van zijn 3 oplossingspijlers: LiveCeption, MediaCeption en Media Infrastructure.

De resultaten van 1H22 **ondersteunen het groeitraject** dat EVS is ingeslagen volledig. De fundamenten zijn allemaal sterk: een record hoge orderboek, een historische omzet, vergezeld van een sterk bedrijfsresultaat.

Met een omzet en orderboek die in de eerste helft van 2022 op het hoogste niveau ooit staat, levert EVS' PLAYForward-strategie de verwachte resultaten op.

En EVS is nu optimistischer voor 2022. Hoewel EVS nog steeds voor **belangrijke uitdagingen staat in zijn toeleveringsketen** van elektronische componenten, heeft het nu voldoende vertrouwen om de eerdere omzetverwachting voor boekjaar 2022 van € 125 miljoen tot € 140 miljoen te verhogen tot een nieuwe verwachting van € 140 miljoen tot € 150 miljoen."



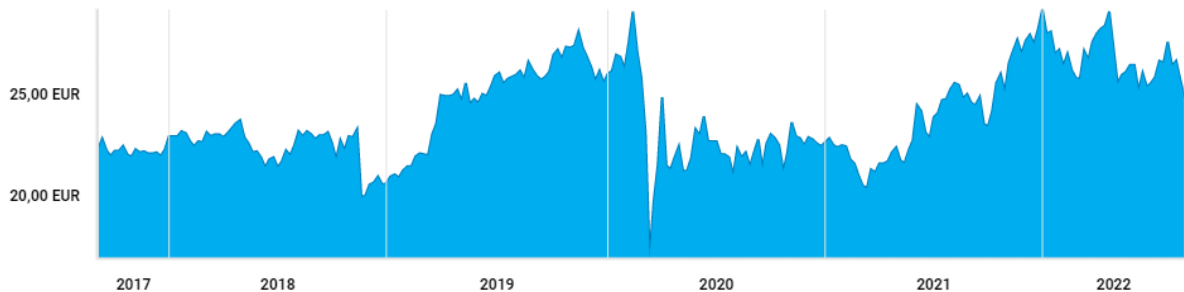
Intervest Offices & Warehouses (ISIN: BE0003746600)

KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 33,00 euro

Opwaarts potentieel: 32,53% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 24,9 euro)

Analist Wim Lewi: " Intervest Offices & Warehouses biedt **een goedkoop instapmoment** in de verhitte Benelux logistieke vastgoedmarkt. Momenteel is **meer dan 70% van de fair value blootgesteld aan logistiek vastgoed** versus kantoorvastgoed.

De balans zal in de toekomst verder verschuiven in de richting van logistiek. Het bedrijf heeft een **strategische focus op multimodale ontwikkelingen** zoals de recente investering in de terminal van Zeebrugge. Katalysatoren zijn onder meer de verkoop of de herbestemming van bepaalde kantoorgebouwen."



Kinopolis (ISIN: BE0974274061)

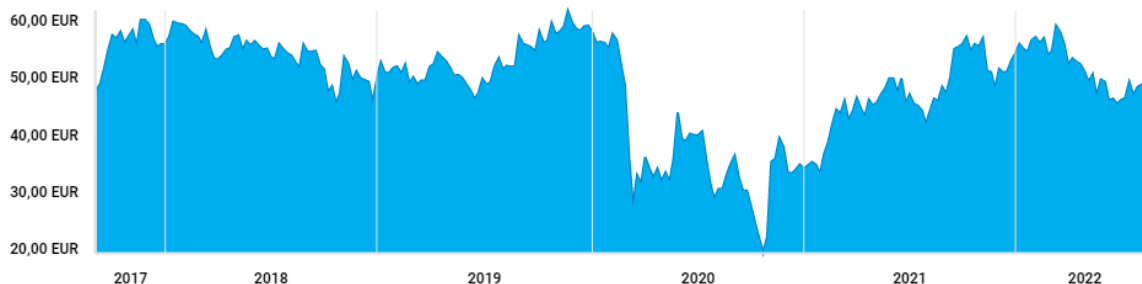
KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 74 euro

Opwaarts potentieel: 69,03% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 43,78 euro)

Analist Guy Sips: “Kinopolis had **5,9 miljoen bezoekers in het 1^e kwartaal van 22** of 67,3% van de bezoekers in 1Q19 (dus vóór COVID-19), hoewel met meer bioscopen als gevolg van nieuwe openingen tijdens de pandemie. Aangezien de Covid-19-maatregelen in de loop van 1Q22 werden afgebouwd en/of opgeheven, **ontwikkelde de bezoekerstrend zich maand na maand positief**.

Wij menen dat Kinopolis op schema ligt bij de uitvoering van zijn Entrepreneurship- en Starplan om zijn toekomstige prestaties veilig te stellen. Wij hebben **een koersdoel van 73,5 euro**, in lijn met ons Discounted Cashflow-model en **een “Kopen”-advies**. De vrije kasstroomgeneratie van Kinopolis in de komende jaren kan **de weg vrijmaken voor nieuwe overnames**. Kinopolis zal, als een van de beste bioscoopexploitanten ter wereld -zo niet de beste- sterker dan voorheen uit de Covid-crisis komen.

Onlangs nog heeft Kinopolis-referentieaandeelhouder Kinohold, het investeringsvehikel dat eigendom is van vier leden van de familie Bert, via een onderhandse verkoop 180.001 Kinopolis-aandelen (+/- 0,66%) van het huidige uitstaande aandelenkapitaal overgedragen. Eddy Duquenne, CEO van Kinopolis, heeft 100.000 van de aandelen verworven en 80.001 van de aandelen zijn herverdeeld tussen de leden van de familie Bert. Wij zien het als **een sterk signaal dat de CEO zijn "skin in the game" vergroot.**



Materialise (ISIN: US57667T1007)

KBC Securities: "Kopen"-advies – koersdoel 24,50 dollar

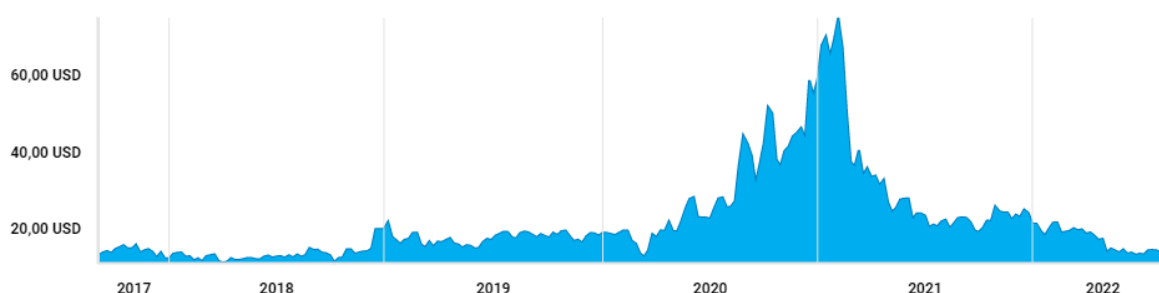
Opwaarts potentieel: 109,58% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 11,69 dollar)

Analist Guy Sips: "De vraag naar de producten en oplossingen van elk van de drie segmenten van Materialise bleef sterk in het tweede kwartaal van 2022, een periode die door Materialise wordt omschreven als onzekere macro-economische tijden.

Aangezien Materialise aangaf dat de inkomsten voor 2022 ten minste 10% hoger zullen liggen op jaarbasis, voelen wij ons comfortabel met onze 12,8%.

Niettemin hebben wij onze prognose voor de EBITDA voor 2022 licht naar beneden bijgesteld (van € 28 mln naar € 24 mln), aangezien Materialise momenteel verwacht dat de EBITDA voor 2022 tussen € 20 mln en € 25 mln zal bedragen.

Aangemoedigd door de solide omzetresultaten blijft Materialise uitvoering geven aan haar plan om in haar groeiactiviteiten te investeren."



TINC (ISIN: BE0974282148)

KBC Securities: "Opbouwen"-advies – koersdoel 14 euro

Opwaarts potentieel: 3,86% (tegenover slotkoers 31/08/2022: 13,48 euro)

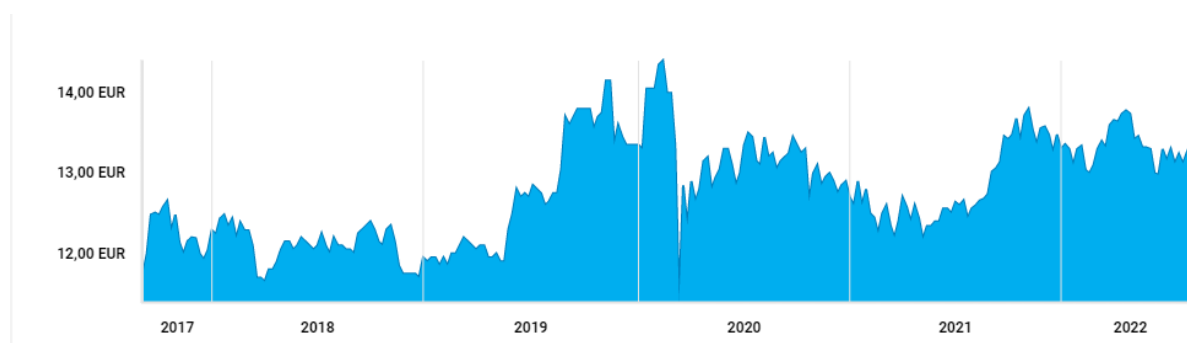
Analist Sharad Kumar: "Ondanks het beperkte opwaartse potentieel ten opzichte van ons koersdoel en ons "Opbouwen"-advies, voegden wij TINC toe aan de Bolero Benelux-selectie als een kandidaat voor relatieve outperformance ten opzichte van onze benchmarks (Bel20, AEX en Eurostoxx). Het aandeel hield opmerkelijk stand tijdens de marktturbulentie

van het eerste kwartaal 2022 en zal deze prestatie naar verwachting herhalen als en wanneer de markten op zoek gaan naar een nieuwe bodem.

TINC kan zijn **groei versnellen** omdat investeringen in infrastructuur hoog op de agenda staan van regeringen die hun financiële reserves hebben uitgeput als gevolg van de pandemie en het Oekraïne-conflict. De **energietransitie** in het bijzonder is **steeds dringender** geworden, niet alleen om de planeet te redden, maar ook om onze afhankelijkheid van Russisch olie en gas te doorbreken. De meeste van TINC's participaties dragen positief bij tot een betere samenleving (VN SDG). TINC heeft **een ESG-roadmap** opgesteld en overweegt wellicht op termijn een groene obligatie uit te geven.

De beleggingsaanpak van TINC is **geïnspireerd op vier belangrijke maatschappelijke trends**: een koolstofarme wereld, digitalisering, beter bouwen en zorg & welzijn. De infrastructuur activaklasse wordt beschermd door toetredingsdrempels, zoals de complexiteit van het aangaan/financieren van publiek-private projecten.

TINC zal naar verwachting **een stabiel dividend uitkeren**, dat van jaar tot jaar toeneemt en grotendeels is afgedekt tegen de huidige ongebreidelde inflatie. Wij menen dat een premie van 5% ten opzichte van de intrinsieke waarde gerechtvaardigd is, aangezien TINC **een concurrentievoordeel heeft ten opzichte van nieuwkomers** op de markt. We herhalen dan ook ons "Opbouwen"-advies en koersdoel van 14 euro."



Disclaimer

Deze publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero) wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is niet bedoeld als een specifiek en persoonlijk beleggingsadvies, een aanbieding of een uitnodiging tot een aanbieding, om de hierin vermelde financiële producten te kopen of te verkopen, noch onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied.

De dienstverlening die Bolero verschaft, is niet op beleggingsadvies gebaseerd. Bolero is het orderuitvoeringsplatform van KBC Bank N.V. waarmee transacties in 'niet-complexe' financiële producten (in de zin van MiFID II) doorgaan op basis van 'loutere uitvoering' ("execution only"). Bolero voert geen 'passendheidstoetsing' uit bij transacties in niet-complexe financiële producten. De belegger die van deze dienstverlening gebruik maakt, beschikt dus niet over de bescherming van de toepasselijke gedragsregels. Transacties in 'complexe' financiële producten (in de zin van MiFID II) kunnen pas uitgevoerd worden na een succesvolle passendheidstoetsing. Transacties via Bolero gebeuren altijd op initiatief van de belegger.

Bij het uitvoeren en/of doorgeven van transacties van beleggers houdt Bolero geen rekening met de daarmee verband houdende fiscale, juridische of boekhoudkundige aspecten van deze transacties, verstrekt zij geen advies met betrekking tot dergelijke aspecten en kan zij daarvoor derhalve niet aansprakelijk worden gesteld.

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

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Deze publicatie wordt ongewijzigd overgenomen van KBC Securities NV. Voor meer uitleg rond het tot stand komen van de koersdoelen en adviezen van KBC Securities: <https://research.kbcsecurities.com/portal/portal.html#!/disclosures>