

2023



Bolero

TOPIC

# 16 favoriete Benelux-aandelen voor 2023

## De selectie van KBC Securities

08 december 2022

DOOR KBC SECURITIES RESEARCH TEAM (DYNAMIC TOP PICK LIST - OUR SELECTION FOR 2023)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR SARAH DE PAUW, HEAD OF MARKETING



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

Een nieuw beursjaar komt alweer in zicht. Traditiegetrouw blikken de analistentteams in december vooruit, zo ook KBC Securities. In dit dossier presenteren ze **hun favoriete Benelux-aandelen voor de start van 2023**.

Maak kennis met de **12 Large Caps en 4 Mid & Small Caps** die volgens de analisten **goed moeten presteren en standhouden in 2023** en geef uw beleggingsportefeuille alvast een vliegende start voor het nieuwe beursjaar.

Gezien **hun selectie het de voorbije jaren telkens beter deed dan de Bel20, AEX en Eurostoxx50**, is het een must als inspiratiebron voor menig belegger.

Deze favorietenlijst kunt u tijdens het jaar opvolgen via de **Bolero Benelux-selectie in het Bolero Ideacenter**. Maandelijks evalueren de analisten of het aandeel nog steeds een plaatsje verdient in hun selectie. Wilt u de maandelijkse updates meteen in uw mailbox krijgen? Zorg dan zeker dat **“Topics NL” geactiveerd** is in de instellingen van het Bolero-platform of de Bolero-app onder de tab “Nieuwsbrieven”.

---

*Bolero wijst er u op dat alle informatie in dit dossier, met inbegrip van de koersdoelen en aanbevelingen, dateert van 8 december 2022 en dus een momentopname is. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.*

---



## Favoriete Large caps KBC Securities (market cap > 1,5 miljard euro)

**Ackermans & van Haaren (ISIN: BE0003764785)**

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 188 euro**

**Opwaarts potentieel: 22,4% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 153,6 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Sharad Kumar SP: “Hoewel 2022 een moeilijk jaar was, zijn de portefeuillebedrijven van Ackermans & van Haaren erin geslaagd om **niet alleen overeind te blijven**, maar ook **hun activiteiten verder te laten groeien**. Het **orderboek van DEME** bevindt zich momenteel op een **recordniveau** (5,95 miljard euro) en **CFE** is na de tweedekwartaalcijfers van 2022 sterk opgeveerd dankzij **sterke resultaten en beter dan verwachte vooruitzichten** voor 2022.

Vanaf het derde kwartaal 2022 kende de privatebankingdivisie een daling van 11,5% in AuM (*nvdr. assets under management*), wat beter was dan de daling van 23,3% vande BEL20, terwijl ze ook 3,632 miljard euro aan bruto-instroom kon toevoegen. Ondanks een onzekere vastgoedmarkt slaagde Nextensa erin **het gebouw Bronze Gate te verkopen** voor 65 miljoen euro en heeft het aangekondigd dat het de verkoop van het Titanium-gebouw in december 2022 zal afronden voor een aanzienlijke meerwaarde, wat volgens ons kan resulteren in een beter nettoresultaat voor 2022.

Ten slotte kon Ackermans & van Haaren, ondanks een volatiele markt gedurende het hele jaar, haar **investeringen in Manuchar en Anima met aanzienlijke meerwaarden verkopen** en beschikt het momenteel over een **nettokaspositie van 500 miljoen euro** om belangen te nemen in kwaliteitsbedrijven die nu beschikbaar zijn tegen aantrekkelijke waarderingen.

Wij zijn ervan overtuigd dat het lopende aandeleninkoopprogramma van 70 miljoen euro en de kracht van de portefeuillebedrijven **het aandeel voldoende steun zullen bieden in 2023.**”

### Bedrijfsactiviteiten

Ackermans & van Haaren (AvH) is een in Antwerpen **gevestigde, onafhankelijke en gediversifieerde holding** die ernaar streeft aandeelhouderswaarde te creëren via langetermijninvesteringen in een beperkt aantal bedrijven met groeipotentieel op internationaal niveau. AvH is actief in Marine Engineering & Contracting, Private Banking, Real Estate & Senior Care, Energy & Resources en Growth Capital. In deze

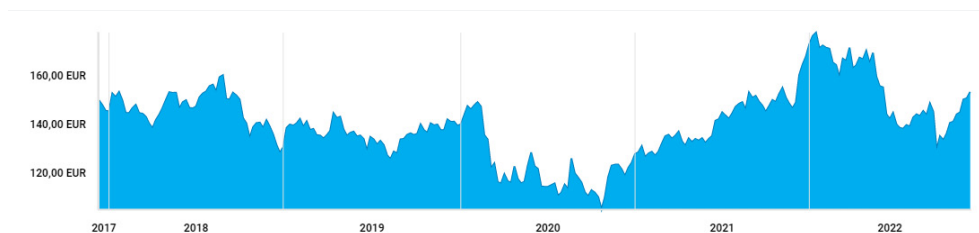
segmenten investeert AvH in bedrijven op basis van partnerships op lange termijn. Als 'actieve eigenaar' neemt AvH haar verantwoordelijkheid op in de raden van bestuur en de adviescomités van haar participaties.

### Sterktes:

- DEME is marktleider in de wereldwijde baggerindustrie en heeft consequent ingezet op innovatie.
- De privatebankingdivisie heeft een sterke reputatie om elk jaar assets under management toe te voegen (ongeacht de economische cyclus) terwijl de cost-income ratio stabiel blijft.
- Nextensa biedt een unieke blootstelling binnen het vastgoed, aangezien het bedrijf zowel investeerder als ontwikkelaar is.
- De subportefeuille "Growth Capital" begint voordeel te halen uit de opening van een kantoor in Singapore dat toegang geeft tot potentiële investeringen in snelgroeiende Aziatische bedrijven.

### Zwaktes:

- Het bedrijfsmodel van DEME blijft sterk cyclisch.
- De inkomsten uit private banking zijn blootgesteld aan de algemene marktvolatiliteit.
- De vastgoedontwikkelingsactiviteiten zijn zeer cyclisch.
- AvH heeft geen partnerschappen met toonaangevende private equity of venture capital-investeerders en zal zelf op zoek moeten gaan naar de beste kansen.





## Adyen (ISIN: NL0012969182)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 2.250 euro**

**Opwaarts potentieel: 61% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 1.397,2 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Thomas Couvreur: “In 2022 daalde Adyen met 40%, in navolging van de trend van dalende waarderingen in de snelgroeiende techsector. Volgens ons heeft Adyen echter een heel andere dynamiek.

Een recessie zou een impact hebben op de algemene uitgavenniveaus, hoewel dat meer dan gecompenseerd zou worden door **een toenemende verschuiving naar digitale betaalmethoden** en een **aanhoudende klantengroei**. De mate van onzekerheid over de inkomsten van Adyen is aanzienlijk minder in vergelijking met veel andere large cap technologienamen.

Aangezien de inkomsten hoofdzakelijk een percentage zijn van het betalingsvolume, heeft Adyen bovendien **een natuurlijke inflatieafdekking**. Volgens ons zou Adyen sterk profiteren van een herstel van de technologiesector, terwijl het een aanzienlijke bescherming biedt tegen zowel recessie- als inflatiezorgen. Op een gegeven moment zal het management ook meer uitleg moeten geven over de **groeïende kasreserves**, wat een andere koerstrigger zou kunnen zijn.”

### Bedrijfsactiviteiten

Adyen is een **aanbieder van betaalservices** op basis van een eigen platform. Adyen heeft een van de ruimste dekkingen qua geografische regio's en qua betaalmethodes. De klantenbasis bestaat voornamelijk uit grote online verkopers zoals eBay, Booking.com, Spotify en Ryanair.

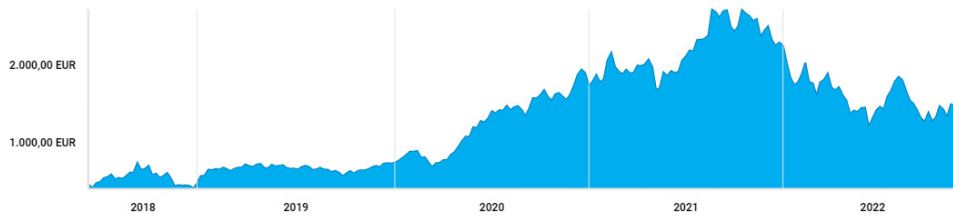
### Sterktes

- Het in-house gebouwde uniform platform heeft voordelen tegenover andere spelers die gegroeid zijn via fusies en overnames
- Een lage marginale kost waardoor EBITDA & vrije cashflow marges zeer hoog liggen.
- Sterk uitgebouwd klantenbestand met hoog potentieel om verdere services aan te verkopen.

### Zwaktes

- Vertraging van elektronisch betaalverkeer, bijvoorbeeld door dalend consumentenvertrouwen, zou de groei van Adyen afremmen.
- Hogere adoptie van betaalmethodes met een lagere marge voor Adyen.

- Grote klanten die op basis van PSD2 bepaalde betaalservices in-house verzorgen.
- Verhoogde concurrentie door nieuwe spelers op de markt of big-tech bedrijven die zich (meer) op de betaalmarkt storten.



## Aedifica (ISIN: BE0003851681)

**Advies KBC Securities: “Opbouwen” – koersdoel: 104 euro**

**Opwaarts potentieel: 34,7% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 77,2 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analiste Lynn Hautekeete: “Wij schuiven Aedifica naar voren voor 2023 omdat de recente koerszwakte van het aandeel leidt tot **een aantrekkelijke waardering**, ook al zijn er wat **negatievere vooruitzichten op korte termijn**.”

Het moeilijkere klimaat komt tot uiting in onze prognose voor het bedrijfsresultaat vóór portefeullemarge voor 2023 en 2024 van 82,2% en een stijging van de gemiddelde rentekosten tot 1,5% tegen eind 2023 en 2,0% tegen eind 2024. De **rentestijgingen beïnvloeden de winst- en verliesrekening langzaam**, aangezien Aedifica goed afgedekt is tegen 82,5% en voldoende ruimte heeft om ongeveer 1,5 jaar aan geschatte investeringen (capex) te financieren.

De **omzet is gekoppeld aan de inflatie** en het management heeft een goede staat van dienst qua kostenbeheersing waardoor Aedifica goed geplaatst is in deze inflatoire tijden. Volgens onze ramingen bedraagt **het verwachte bruto dividendrendement over 1 en 2 jaar 5,11% en 5,17%**, wat ongeveer 2,0% hoger is dan het historisch gemiddelde over 5 en 10 jaar.

Aedifica wordt momenteel verhandeld tegen een korting van 4,2% ten opzichte van de NTA (nvdr. net tangible assets = netto-actiefwaarde), terwijl het historische 15-jarig gemiddelde een premie van 24% bedraagt. De balans van Aedifica blijft sterk met **een schuldratio van ongeveer 45%**, zelfs als rekening wordt gehouden met onze voorzichtige raming van een interestverhoging van 0,75% in de periode 3Q23-eind 2025. Dat geeft Aedifica de flexibiliteit om **op strategische momenten schulden/kapitaal aan te trekken**.

Op basis van een discounted cashflow waarderingsmodel komen we op een koersdoel van 104 euro.”

## Bedrijfsactiviteiten

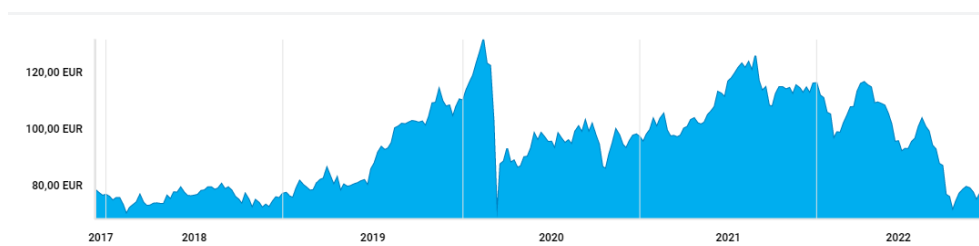
Aedifica is een **groeïend Belgisch beursgenoteerd vastgoedvennootschap (GVV) gespecialiseerd in investeringen in Europees zorgvastgoed** en in het bijzonder in huisvesting voor senioren. Aedifica investeert in kwalitatieve zorggebouwen die recurrente en geïndexeerde huurinkomsten genereren en een meerwaardepotentieel bieden. Zo wil Aedifica zijn aandeelhouders een zekere, duurzame en groeiende vastgoedinvestering bieden, met een aantrekkelijk rendement. Aedifica heeft de ambitie om haar positie de komende jaren verder uit te bouwen. Aedifica is op dit moment actief in 8 landen.

## Sterktes

- De lange termijn huurovereenkomsten creëren een sterke zichtbaarheid op de inkomsten.
- De onderliggende markt creëert een groeiende vraag naar zorgvastgoed.
- De landen buiten België zijn vaak nog sterk gefragmenteerd, wat mooie rendementen biedt voor Aedifica.
- Sterk management.
- Een gunstigere roerende voorheffing van 15% i.p.v. 30%.
- Sterke trackrecord van groei.

## Zwaktes

- Door sterke concurrentie dalen rendementen op activa, wat het verschil tussen de gemiddelde kostenvoet van het kapitaal ten opzichte van het rendement onder druk kan zetten.
- Door de snelle expansie naar verschillende landen, en de daarbij gepaard gaande groei van de managementkost, zijn operationele efficiëntiewinsten beperkt op dit moment.
- Herfocus/herorganisatie kan gepaard gaan significante (niet-recurrente) kosten.





## Ageas (ISIN: BE0974264930)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 50 euro**

**Opwaarts potentieel: 21,8% (t.o.v. slotkoers 7/12/2022: 41,05 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Thomas Couvreur: “Het aandeel stond **onder druk door de bezorgdheid over de Chinese markt**, aanvankelijk veroorzaakt door de onrust op de vastgoedmarkt. Na een herstel van de markt in het tweede kwartaal werd de Chinese markt in het derde kwartaal opnieuw negatief en staan de aandelenmarkten 25% lager dan sinds de start van 2022.

De **Chinese tienjaarsrente herstelde licht** na een dip naar 2,6% tot 2,7% nu, wat aan de onderkant is van de doelstelling van Ageas van 2,7%-2,8%.

In combinatie met inflatoire tegenwind kondigde Ageas in het derde kwartaal **een negatief effect van 175 miljoen euro aan**, wat een scherpe koersdip veroorzaakte. De aankondiging van **Fosun** dat 10% van Ageas in handen heeft, om enkele van hun Europese belangen af te bouwen, zette het aandeel verder onder druk.

De negatieve impact hangt samen met de Chinese beleggingsportefeuille van Ageas, wat tot op zekere hoogte kan worden teruggedraaid wanneer de markt zich herstelt. **De onderliggende activiteiten blijven immers sterk**. Gezien de relatief beperkte urgentie van Fosun verwachten wij niet dat zij een materiële korting op hun desinvesteringen zullen aanvaarden.

Wij begrijpen de **kortetermijnnegativiteit rond het aandeel**, maar op langere termijn blijven wij de **waarde van de mature Europese aanwezigheid** van Ageas in combinatie met de sterk groeiende Aziatische aanwezigheid benadrukken.”

### Bedrijfsactiviteiten

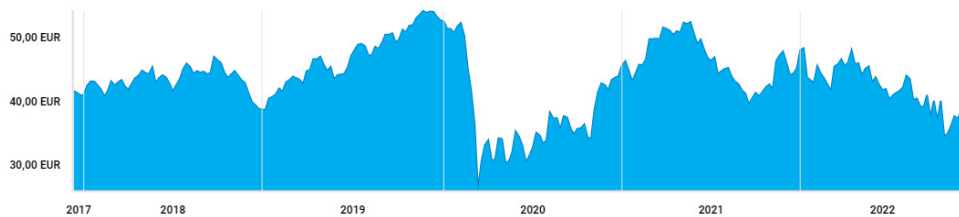
AGEAS is een **internationale verzekeringsmaatschappij in Leven en Niet-leven** die actief is in Europa (België, VK, Portugal), en in Turkije en Azië via een minderheidsbelang in lokale joint ventures (meer matuur in China, Thailand, Maleisië en meer groei in India, Filippijnen en Vietnam). Azië vertegenwoordigt nu meer dan 40% van de groep. Met de erfenis van Fortis achter zich heeft AGEAS sinds 2012 jaarlijks aandeleninkoopprogramma's gedaan met uitzondering van 2020 wegens grotere fusies en overnames (25% belang in TAIPING RE en verhoging van het belang in India). Een groter fusie- en overnamedossier in de EU, bij voorkeur in Niet-Leven, is momenteel een prioriteit. Tot slot presenteerde de nieuwe CEO Hans De Cuyper in juni zijn nieuwe strategie 2022-24, waarbij hij de doelstellingen verhoogde en ESG (nvdr. duurzaamheid) meer centraal stelde in zijn plannen.

## Sterktes

- Het Aziatische onderliggend resultaat zal na Covid19 waarschijnlijk sterk aantrekken naarmate het bewustzijn voor bescherming toeneemt.
- De Britse activiteiten zijn niet te koop, maar het is de bedoeling dat hun Combined Ratio 95% bedraagt, in lijn met andere entiteiten.
- Een voorzichtige uitbreiding van de herverzekering kan meer extra inkomsten opleveren dan verwacht.
- Meer transparantie van Aziatische joint ventures kan bijdragen tot een betere inschatting van het groeipotentieel.
- Kleinere Aziatische joint ventures aansporen om meer groei te realiseren via veranderingen in distributiekanaalen, kan de volatiliteit van de Chinese winst opvangen.

## Zwaktes

- Grote schommelingen in gerealiseerde meer- of minwaarden kunnen de winstverwachting van het management aanzienlijk beïnvloeden.
- De lage rente weegt nog steeds op de traditionele levensverzekeringsproducten (vooral in België).
- In China wordt de tegenwind van lagere rentetarieven sterker.
- Een grotere overname kan leiden tot annulering van de aandeleninkoop, maar ook tot een uitvoeringsrisico gezien de gemengde trackrecord tot nog toe.
- Onsuccesvolle herstructurering van de Britse activiteiten.





## Ahold Delhaize (ISIN: NL0011794037)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 32 euro**

**Opwaarts potentieel: 13% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 28,315 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Michiel Declercq: Ahold Delhaize slaagt erin **de inflatie in zowel de VS als de EU door te rekenen**, wat resulteerde in een dubbelcijferige omzetgroei in het derde kwartaal van 2022, een trend die waarschijnlijk zal aanhouden in het vierde kwartaal. Ondertussen blijven **de Amerikaanse marges goed beschermd** dankzij een veerkrachtige consument en een sterk prijszettingsvermogen. In Europa is de situatie enigszins anders, met een meer prijsgevoelige consument. Samen met de hogere energie- en arbeidskosten **drukt dit op de marges in de EU**.

Gezien de bescheiden bijdrage van Europa en rekening houdend met de sterke kostenbesparingsinitiatieven denken wij echter dat de impact in de toekomst zal afzwakken. Ahold Delhaize **profiteert ook sterk van een stijgende Amerikaanse dollar**. Het concern genereert bovendien zeer sterke vrije kasstromen, wat resulteert in een zeer aantrekkelijk beloningsbeleid voor aandeelhouders, inclusief **een bruto dividendrendement van 4%** en een nieuw aandeleninkoopprogramma van 1,0 miljard euro voor 2023.

Rekening houdend met Aholds sterke prijszettingsvermogen, best in class marges, gunstige wisselkoerseffecten en aantrekkelijk aandeelhoudersrendement, geven wij momenteel een **“Kopen”-advies en koersdoel van 32 euro.**

### Bedrijfsactiviteiten

Ahold Delhaize is een **toonaangevende voedingsretailer** die actief is via een reeks topmerken, waaronder Food Lion, Stop & Shop, Giant en Hannaford in de VS, Albert Heijn & Gall & Gall in Nederland, Delhaize & Albert Heijn in België. Het is daarnaast ook aanwezig in Centraal- en Zuidoost-Europa (Albert) en Indonesië. Met **bol.com, Peapod en Freshdirect** is de groep ook online sterk aanwezig. Ahold Delhaize is georganiseerd in 2 businesses : USA (60% van de verkoop) en Europa (40% van de verkoop).

### Sterktes

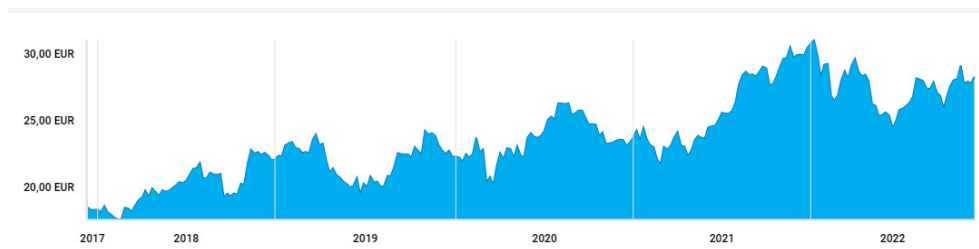
- Inflatieresistent op lange termijn door sterke prijszettingmacht.
- Focus op gezond productaanbod resulterend in hogere winkelmandbedragen.
- Dankzij constante renovatie van winkels en sterke aanwezigheid in het buurtwinkelsegment winnen ze marktaandeel, zowel in de VS als in

Europa.

- De marges behoren tot de beste in de sector.
- Leidinggevende positie in de Benelux e-commercemarkt met potentiële cross-selling mogelijkheden met haar retaildivisie.

## Zwaktes

- Arbeidsintensieve sector.
- Afhankelijk van valutaschommelingen (60% van de inkomsten uit de VS).
- Groot investeringsprogramma dat boven het sectorgemiddelde ligt.
- Toenemende concurrentie op de Belgische markt.
- Recessie kan leiden tot terugschroefing van klantenuitgaven.



**Argenx (ISIN: NL0010832176)**

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 400 euro**

**Opwaarts potentieel: 8,7% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 368,1 euro)**

## Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Thomas Vranken: “De **commerciële opstart** van argenx’ eerste product **Vyvgart verloopt goed**. Wij verwachten dat het bedrijf dat traject in de komende kwartalen zal voortzetten naarmate andere regio’s geleidelijk aan de beurt komen. Bovendien anticiperen wij nu al op de commerciële uitrol van een subcutane toediening van het geneesmiddel na eventuele goedkeuring door de Amerikaanse FDA (PDUFA-streefdatum: 20 maart 2023). Het bedrijf **verwacht ook belangrijke fase III-resultaten voor efgartigimod** voor zijn tweede neuromusculaire ziekte CIDP (*nvdr. de neurologische aandoening: chronische inflammatoire demyeliniserende polyneuropathie*). Op langere termijn is het bedrijf van plan **efgartigimod te ontwikkelen voor 15 indicaties tegen 2025** en bijkomende opvolgingsproducten worden geleidelijk aan verder ontwikkeld in de pijplijn.”

## Bedrijfsactiviteiten

argenx is een biofarmaceutisch bedrijf in de klinische fase dat in een hoog tempo

een pijplijn van **gedifferentieerde antilichaamtherapieën voor kanker en auto-immuunziekten** creëert en ontwikkelt. Het past zijn SIMPLE antibody discovery platform toe om nieuwe menselijke antilichamen af te leveren, aangevuld met een unieke ontwikkelingscapaciteit van antilichamen.

## Sterktes

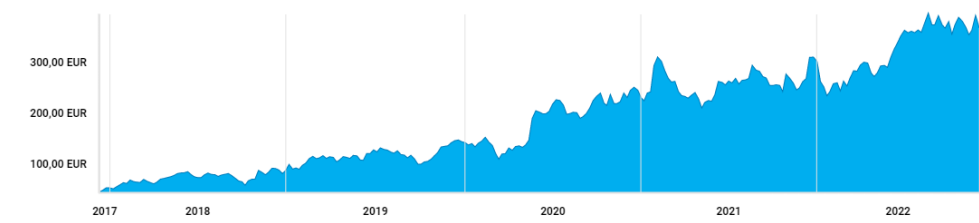
argenx heeft de drie sleutelkenmerken van een goed biotechbedrijf sterk in handen:

- een zeer effectief product dat mogelijks breed toepasbaar is voor de behandeling van een waaier aan ziektes;
- een sterke balans met goede oorlogskas, aangedreven door systematische kapitaalophalingen in de markt met de juiste timing; en
- een ijzersterk management met relevante expertise en een goede reputatie, waardoor het bedrijf ver vooruit kan plannen en tot dusver elk scenario te baas weet.

## Zwaktes

argenx' belangrijkste risico's vertalen zich voornamelijk in het feit dat:

- het overgrote deel van hun waardering te wijten is aan één product, efgartigimod;
- het bedrijf voor de eerste keer een product tracht te vermarkten;
- de kans bestaat dat efgartigimod niet voor elk van de geteste indicaties effectief genoeg beoordeeld zal worden.



BEKAERT

better together

**Bekaert (ISIN: BE0974258874)****Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 47 euro****Opwaarts potentieel: 38,6% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 33,92 euro)****Motivering van de aanbeveling**

KBC Securities-analist Wim Hoste: “Bekaert is **vrij cyclisch**, waarbij de automobiel- en bouwmarkten ongeveer twee derde van de inkomsten vertegenwoordigen. Onder leiding van het vernieuwde managementteam heeft Bekaert **aanzienlijke verbeteringen** doorgevoerd in de optimalisatie van kosten en hun voetafdruk, waarbij de daaruit voortvloeiende versnelling van de vrije cashflow **een aanzienlijke schuldafbouw mogelijk heeft gemaakt**.

Wij verwachten dat Bekaert de komende vijf jaar gemiddeld meer dan 300 miljoen vrije kasstroom per jaar zal genereren. Bij gebrek aan grootschalige overnames (een onwaarschijnlijk scenario volgens ons), is het meest logische gebruik van die forse vrije kasstroom **een continue stroom van kapitaaluitkeringen voor de aandeelhouders**.

In het licht van die aantrekkelijke vrije kasstroomrendementen en andere waarderingcijfers schuiven wij Bekaert naar voren als een van onze favorieten.”

**Bedrijfsactiviteiten**

Bekaert is een **wereldleider in staalraadproducten**. De onderneming is georganiseerd in vier divisies: Rubber Reinforcement, Steel Wire Solutions, Specialty Products en BBRG. Bekaert is de grootste producent ter wereld van staalkoord voor bandversterking, met een wereldwijd marktaandeel van ongeveer 30%, ruim voor het Chinese Xingda. Bekaerts referentie-aandeelhouder is de stichtende familie Bekaert.

**Sterktes**

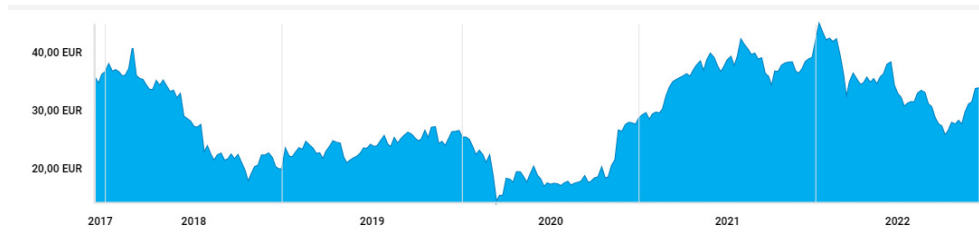
- Bekaert is wereldmarktleider in staalkoord en heeft ook een technologisch leiderschap.
- Het bedrijf heeft aanzienlijke vooruitgang geboekt op het vlak van prijszettingsdiscipline en
- beschikt over een sterke balans, die ruimte laat voor acquisities en de inkoop van eigen aandelen.

**Zwaktes**

- De meeste van Bekaerts eindmarkten zijn vrij cyclisch van nature en

zijn ook gefragmenteerd, waardoor er op de meeste marktsegmenten een groot aantal concurrenten actief zijn.

- De grondstoffenprijzen kunnen volatiel zijn.



## D'leteren (ISIN: BE0974259880)

**Advies KBC Securities: "Kopen" – koersdoel: 205 euro**

**Opwaarts potentieel: 14,7% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 178,8 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Michiel Declercq: "D'leteren's kroonjuweel Belron blijft **profiteren van het toegenomen aantal kalibraties** die gepaard gaan met **hoge marges**. De activiteit herstelling en vervanging van voertuigbeglazing (VGRR) 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 enige vertraging in doorrekening zou kunnen zijn.

Bij D'leteren Auto blijft **het aantal inschrijvingen van Belgische auto's laag**. Nu echter voorrang wordt gegeven aan premium auto's, nemen de marges hier toe. Voorts waarderen wij de **diversificatie van de groep** via de recente toevoegingen TVH Parts & PHE Holding, die beide enige gelijkenissen vertonen met Belron in termen van consolidatiepotentieel.

Na toepassing van een korting van 15% op onze geschatte som-der-delen-waardering van 239 euro per aandeel, houden wij vast aan ons **"Kopen"-advies en koersdoel van 205 euro**.

### Bedrijfsactiviteiten

D'leteren Groep is een familiebedrijf dat **historisch gegroeid is als exclusieve verdeler van het merk Volkswagen** in België. De grootste positie van de groep is echter zijn participatie van 50% in **Belron**, de wereldleider op het gebied van herstelling en vervanging van voertuigbeglazing (VGRR). Daarnaast heeft de groep D'leteren een belang van 40% in **TVH parts**, een toeleverancier van wisselstukken voor vorkheftrucks, een belang van 100% in het notitieboekjesbedrijf **Moleskine**

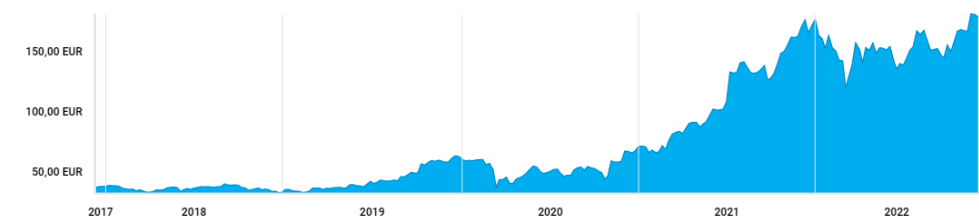
en een belang van 100% in **Parts Holding Europe (PHE)**, een leverancier van wisselstukken voor wagens.

## Sterktes

- Belron: dominante marktpositie met verbetering van de productmix dankzij de groeiende penetratie van ADAS.
- Sterk consolidatie- en margeverbeteringspotentieel bij Belron, PHE & TVH Parts.
- Premiumisering van het wagenpark & kostenbesparingen die de marges van D'leteren Auto opkrikken.
- Aanzienlijk verminderd herinvesteringsrisico.
- Laag cyclisch karakter van de meeste kernactiviteiten (Belron, TVH & PHE)

## Zwaktes

- Belron: prijsonderhandelingen met verzekeraars vinden plaats met een vertragend effect
- Belron: arbeidsintensieve activiteit en stijgende glasprijzen (gas wordt gebruikt voor verwarming van het glas)
- Chiptekort bij D'leteren Auto
- TVH Parts: nieuwe groeisectoren komen met lagere marges op korte termijn
- Belron: verzekeraars die zich verzetten tegen stijgende prijzen voor voorruit





## TKH Group (ISIN: NL0000852523)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 55 euro**

**Opwaarts potentieel: 49,5% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 36,8 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Thibault Leneeuw: “TKH heeft met smart vision en smart connectivity-systemen **twee bedrijfssegmenten die goed gepositioneerd zijn om te groeien**. Slimme productiesystemen zijn cyclisch en zullen naar verwachting tegenwind ondervinden van het macroklimaat. Bij de huidige waardering menen wij echter dat **de negatieve elementen volledig in de koers van TKH Group zijn verwerkt**, terwijl de groei- en positievere factoren niet correct gereflecteerd zijn.

Binnen slimme visiesystemen zien wij de volgende drivers: **hoge vraag naar automatisering** door de beweging naar Industrie 4.0 “*Hands off - Eyes off*”-productie, zeker als je de schaarse arbeidskrachten en hoge arbeidskosten meerekent. Bovendien leidt **automatisering tot verbeterde productiviteit en kwaliteit**. Dit segment profiteert ook van de toegenomen vraag naar IoT (*Industry of Things*)-gebaseerde producten. Deze factoren zullen voor **een robuuste groei** zorgen. Door de recessievrees is **de kijk op slimme productiesystemen niet positief**. Binnen dit segment is Tire Manufacturing de belangrijkste driver voor TKH Group (70%+ van de omzet van het segment). De negatieve effecten zullen gedeeltelijk worden gecompenseerd door meer lokale productie en hogere flexibiliteitseisen. Voor Smart Connectivity-systemen verwachten we opnieuw een robuuste groei. De energietransitie zal de **onderzeese connectiviteitsactiviteiten** doen groeien, terwijl de hoge investeringen in glasvezel hun digitale connectiviteitsactiviteiten kunnen boosten. Over het geheel genomen, zien wij **een aanzienlijke groei voor het bedrijf en een groot opwaarts potentieel** ten opzichte van de huidige waardering van het aandeel.

### Bedrijfsactiviteiten

TKH Group creëert technologieën voor **Smart Vision-systemen, Smart Manufacturing-systemen en Smart Connectivity-systemen**. Deze technologieën worden gecombineerd met intern ontwikkelde software om one-stop-shop oplossingen en geïntegreerde plug-and-play technologiesystemen aan te bieden. Het bedrijf is goed gepositioneerd in snelgroeiende markten, waar het zich richt op megatrends als industriële automatisering, energietransitie, digitalisering en veiligheid & beveiliging.

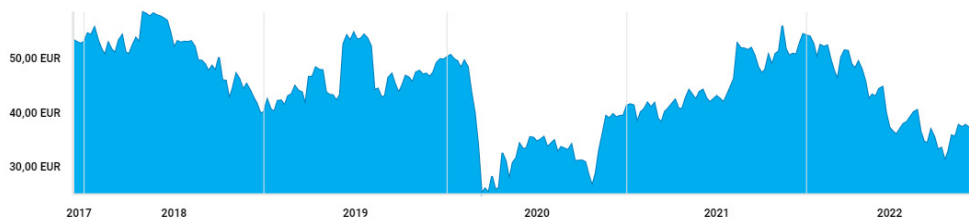
### Sterktes

- Toename van de vraag naar technologische oplossingen voor efficiëntie, veiligheid en automatisering.

- Actief in sterk groeiende markten.
- Succesvolle lancering van UNIXX technologie.
- Bieden een totaaloplossing aan met hardware, software en integratie.

## Zwaktes

- Vertraging in technologische vooruitgang en nieuwe innovatieve oplossingen.
- Toenemende concurrentie in 3D vision en bandenbouw.
- Daling van de economische activiteit waardoor investeringen van industriële klanten en overheden terugvallen, voornamelijk in het bandensegment.



## UCB (ISIN: BE0003739530)

**Advies KBC Securities: "Kopen" – koersdoel: 110 euro**

**Opwaarts potentieel: 51,2% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 72,76 euro)**

## Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Jeroen Van den Bossche: "Beleggers waren begrijpelijkerwijze geschokt door **de recente CRL-brief van de FDA** voor 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.

Toch menen we dat de nieuwe terugval van de koers **een uitgelezen kans 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. 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.

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, met meer opwaarts potentieel mogelijk op lange termijn van activa die we nog niet in onze waarderingsmodellen hebben opgenomen, zoals die voor complexe ziektes als Alzheimer, Lupus en Parkinson en andere.”

## Bedrijfsactiviteiten

UCB werd opgericht in 1928. Het bedrijf is actief in ongeveer 40 landen en stelt meer dan 7.500 mensen tewerk. Het is een **wereldwijd biofarmaceutisch** bedrijf dat op dit moment gespecialiseerd is in twee therapeutische gebieden: **neurologie en immunologie**, uitgebreid tot botziekten. Het is de wereldleider op het gebied van epilepsie.

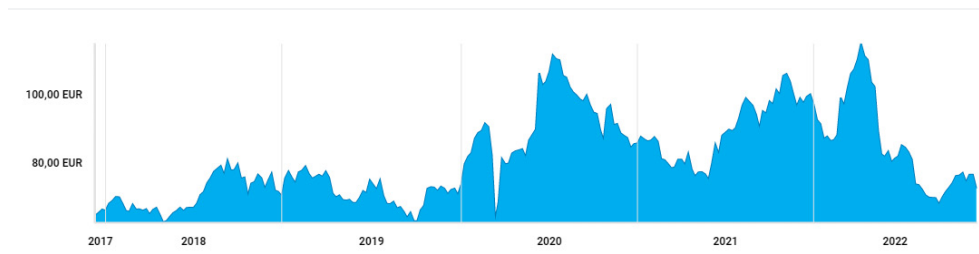
## Sterktes

- Sterke solide pijplijn in immunologie met een bestaand verkoop- en marketingteam dat goed vertrouwd is met deze indicatie.
- Wereldleider in epilepsie, uitgebreid naar neurologische indicaties.
- Veel fase-II activa, momenteel niet gewaardeerd door de markt, maar met significant opwaarts potentieel indien succesvol (ziekte van

- Parkinson, Alzheimer).
- Geweldig managementteam

## Zwaktes

- Sterke afhankelijkheid van een paar belangrijke middelen (bime/cimzia).
- Onduidelijkheid over de Zilucoplan/Rozanolixizumab combo.
- Actief in domeinen met zeer sterke concurrentie van grote farmabedrijven (Abbvie, Novartis, ...) en opkomende biotech (Argenx).
- Verlies van exclusiviteit op enkele belangrijke domeinen in de nabije toekomst.



## Umicore (ISIN: BE0974320526)

**Advies KBC Securities: "Kopen" – koersdoel: 54 euro**

**Opwaarts potentieel: 57,9% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 34,2 euro)**

## Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-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 euro** 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.”

## Bedrijfsactiviteiten

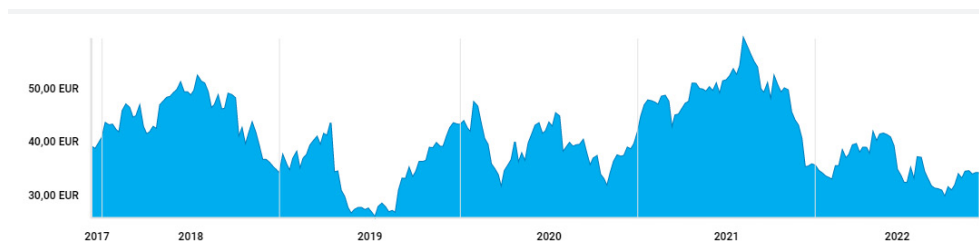
Umicore is een materialengroep die zich toelegt op **groene mobiliteit en recyclage**. De groep is een van de wereldmarktleiders in kathodematerialen voor herlaadbare batterijen, brandstofcellen, autokatalysatoren en de recyclage van edele metalen.

### Sterktes

- Umicore heeft sterke marktposities. Zo is het één van de wereldmarktleiders in kathodes, brandstofcellen en katalysatoren.
- De elektrificatie van voertuigen zou een sterke groei moeten kennen in de komende jaren.

### Zwaktes

- Technische kennis speelt een cruciale rol in heel wat van Umicores activiteiten: zo is er altijd wel een risico op al dan niet gepatenteerde uitvindingen door Umicores concurrenten.
- Er is ook een blootstelling aan metaalprijsen, wat een zekere cycliciteit van de resultaten met zich meebrengt.
- Verder is er ook nog steeds onzekerheid rond margedruk van de Chinese kathode-activiteiten, waar LFP de dominante technologie is.





## VGP (ISIN: BE0003878957)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 150 euro**

**Opwaarts potentieel: 96,3% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 76,4 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Wim Lewi: “VGP blijft een van onze favorieten omdat **het aandeel volgens ons te hard afgestraft** is door de vrees voor een aanzienlijke renteverhoging die de fair value van hun pijplijn en van hun eigen portefeuille en die van de joint ventures zou kunnen aantasten. Stijgende rentevoeten zullen uiteindelijk de rendementspercentages opdrijven en zouden sommige speculatieve investeerders in logistieke (reële of papieren) activa met een grote schuldgraad kunnen treffen.

Wij hebben echter geen paniekverkoop van vastgoedactiva gezien zoals in de nasleep van de financiële crisis van 2009-2010 en **de vraag naar opslagruimte blijft robuust** in de meeste gebieden, met inbegrip van hun Duitse thuismarkt.

De **indexering van de huren** dankzij de ongebreidelde inflatie zou een **groot deel van de stijgende rentes moeten kunnen compenseren** doordat de overtollige voorraadruimte in bepaalde regio's wordt weggewerkt.

Wij zien **weinig risico voor de dividenduitkeringen**, aangezien de huurinkomsten niet worden beïnvloed door aanpassingen van de fair value en dus een **relatief stabiel dividendbeleid** zouden moeten dekken.

Op korte termijn erkennen wij **het risico van een economische recessie in Europa**, maar wij merken op dat de huurbetalingen voor vastgoed een relatief klein deel (5-10%) van de kostenportefeuille van de huurders blijven uitmaken. Op langere termijn denken wij dat logistieke ontwikkelaars **profiteren van fundamentele trends die de vraag naar logistieke activa aanwakkeren** (e-commerce, nearshoring en grotere opslagbehoeften) nu Europa zijn onafhankelijkheid van andere continenten moet opkrikken.

Volgens ons is VGP **goed gepositioneerd om te profiteren van deze trends**, gezien het sterke management van het bedrijf, zijn grote grondbank en de voortgezette samenwerking met Allianz.

Wij menen dat **VGP is afgestraft omdat het voorzichtiger is geworden** in haar investeringsstrategie en onderhandelingen. De markt is een typisch **prisoner's dilemma** geworden: bij een economische vertraging zullen alle deelnemers winnen als ze speculatieve investeringen beperken of zal de rente het voor hen doen (en verliezen ze allemaal).”

## Bedrijfsactiviteiten

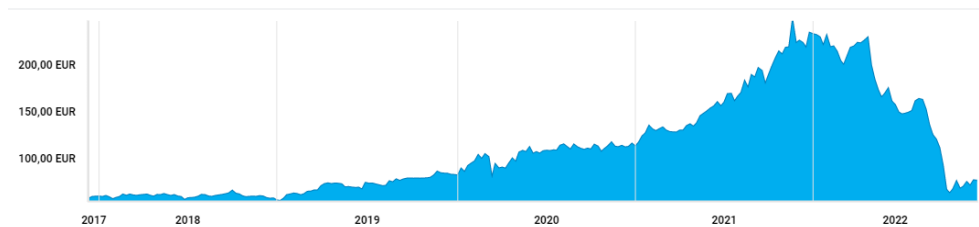
VGP is een **pan-Europese ontwikkelaar, beheerder en eigenaar van logistiek en semi-industrieel vastgoed**. VGP werd in 1998 opgericht als familieontwikkelaar in Tsjechië. Vandaag de dag hanteert het bedrijf een volledig geïntegreerd bedrijfsmodel en is het actief in 12 Europese landen, zowel rechtstreeks als via haar joint ventures met Allianz.

## Sterktes

- Een grote landbank waaruit nieuwe projecten kunnen worden opgestart en gerealiseerd, waardoor de pijplijn wordt uitgebreid.
- VGP beschikt over een sterk management en een ervaren team van ontwikkelaars.
- VGP verzorgt de hele keten van ontwikkeling en verzorgt ook de energievoorziening via zonne-energie op de daken.

## Zwaktes

- Afhankelijkheid van de joint venture om het ontwikkelingstempo aan te houden.
- De logistieke sector is afhankelijk van economische cycli en een recessie is onvermijdelijk.
- Een verslechtering van de logistieke markt kan de inkomsten schaden.



## Small caps favorieten KBC Securities (market cap < 1,5 miljard euro)



**Fagron (ISIN: BE0003874915)**

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 18,5 euro**

**Opwaarts potentieel: 45% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 12,76 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities analist Jeroen Van den Bossche: “Wij zijn ervan overtuigd dat Fagron **momenteel sterk ondergewaardeerd** is. Dat gezegd zijnde, is Fagron een **sterk cashgenererend bedrijf** in een groeiende wereldwijde markt voor magistrale bereidingen. Wij verwachten dat Fagron zal groeien tegen een jaarlijks samengestelde groei (CAGR) van 9,4% op 5 jaar, met EBITDA-marges die over deze periode dicht in de buurt van de 20% zullen uitkomen. De belangrijkste investeringsfocus moet blijven op de regio Noord-Amerika, waar de Wichita-fabriek naar verwachting zal groeien tot een omzet van 300 miljoen euro in 2026.

Tot slot weten we dat **de markt voor magistrale bereidingen recessiebestendig** is, wat onze nominatie tot favoriet voor 2023 nog versterkt.”

### Bedrijfsactiviteiten

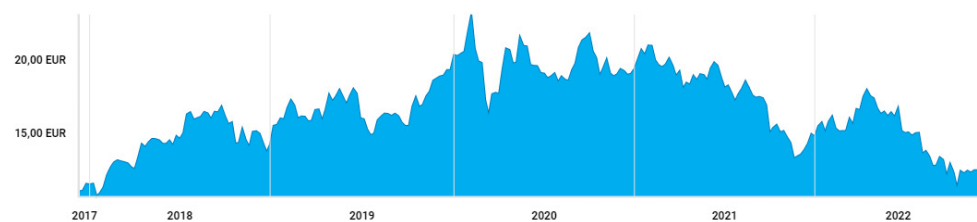
Fagron bestaat uit 3 pijlers: Fagron Compounding Services, Brands en Essentials. Die zijn nu overkoepeld via de regio's: Europa, Noord-Amerika en Latijns-Amerika. Als Research & Development gedreven farmaceutische leverancier wil Fagron het terrein van patiënt specifieke, farmaceutische zorg verbreden.

### Sterktes

- Fagron is de enige wereldwijde farmaceutische compounder (bereider van magistrale bereidingen), waardoor het een sterke onderhandelingspositie heeft om goede grondstoffenprijzen te bedingen.
- Het bedrijf heeft in een gestaag tempo cash gegenereerd, waardoor het kan uitbreiden door zowel organische als niet-organische groei. Wij verwachten dat ongeveer 20% van de toekomstige groei zal komen van gerichte fusies en overnames.
- Het heeft een zeer goede kennis van de farmaceutische bereidingsindustrie, waardoor producten over de hele wereld kunnen worden overgedragen (bv. van Latijns-Amerika naar Noord-Amerika).

## Zwaktes

- Hoewel het een wereldspeler is, opereert het nog enigszins als 3 afzonderlijke ondernemingen (EMEA, LATAM en NA) en is er nog een te beperkte synergie tussen de 3 geografische gebieden.
- Mogelijke registratie van producten op belangrijke markten leidt tot inkomstenverlies, zoals in het verleden in Nederland gebeurde.
- Zeer afhankelijk van veranderingen in de regelgeving, wat vooral in Noord-Amerika een groot risico is.



### Kinopolis (ISIN: BE0974274061)

**Advies KBC Securities: "Kopen" – koersdoel: 68 euro**

**Opwaarts potentieel: 81% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 37,58 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Guy Sips: "Door **het uitstel van sommige films** (Mission Impossible, Spider Man, Gelaarsde Kat, The Flash, Aquaman and the Lost Kingdom, Mario, Shazam!, Shalem's Lot) verwachten wij voor 2022 **een bezoekersaantal van 30,5 miljoen** (waarvan 9,4 miljoen in het 4e kwartaal dankzij blockbusters als Black Panther II en Avatar II). Dat is 69% op vergelijkbare basis ten opzichte van het aantal bezoekers precorona en 75% voor het vierde kwartaal 2022 (niet te vergeten dat MJR in de VS in het vierde kwartaal werd overgenomen en in 2022 nog eens 3,5 miljoen bezoekers zal bijdragen, terwijl dat in de laatste weken van 4Q19 slechts 1,4 miljoen was). Niettemin verwachten wij dat **de omzet per bezoeker** (tickets en ITS (drankjes/snacks)) in de 2<sup>e</sup> jaarhelft van 2022 **hoog zal blijven** en hoger zal uitkomen dan in 2021. In het derde kwartaal van 2022 waren zowel EBITDA als EBITDAL (EBITDA gecorrigeerd voor verhuur) voor elke maand al positief.

Hoewel ook de bezoekerstrend na covid zich maand na maand positief ontwikkelde, blijkt uit het recente uitstel van sommige films dat Kinopolis "als een restaurant zonder controle over het menu" is. Niettemin houden wij van Kinopolis' **vrije kasstroomgeneratie**, die in de komende jaren **de weg zou kunnen vrijmaken voor nieuwe overnames**. Als een van de beste bioscoopexploitanten ter wereld - zo niet de beste - zal Kinopolis sterker dan voorheen uit de covid-crisis komen.

Wij hanteren een koersdoel van 68 euro, in lijn met ons discounted cashflowmodel en herhalen ons **“Kopen”-advies** omdat, dankzij de uitvoering van Kinopolis' Entrepreneurship- en Starplan, zowel het financiële resultaat als de financiële kracht van Kinopolis zich verder zullen herstellen.

Blockbusters zullen **een belangrijke rol blijven spelen in het herstel van het bioscoopbezoek**. Aan een koersdoel van 68 euro wordt Kinopolis Group verhandeld tegen een geschatte koers/winst voor 2025 van 17,7, een EV/Sales van 2,9 en een EV/EBITDA van 9,7.”

## Bedrijfsactiviteiten

In totaal heeft Kinopolis Group vandaag wereldwijd **110 bioscopen** in haar portefeuille, goed voor 1.125 schermen en bijna 200.000 zitplaatsen. In Europa telt Kinopolis Group 60 bioscopen, **verspreid over België, Nederland, Frankrijk, Spanje, Luxemburg, Zwitserland en Polen**. Sinds de overname van de Canadese bioscoopgroep **Landmark Cinemas** en van de **Amerikaanse bioscoopgroep MJR Digital Cinemas**, telt Kinopolis ook 40 bioscoopcomplexen in Canada en 10 in de VS.

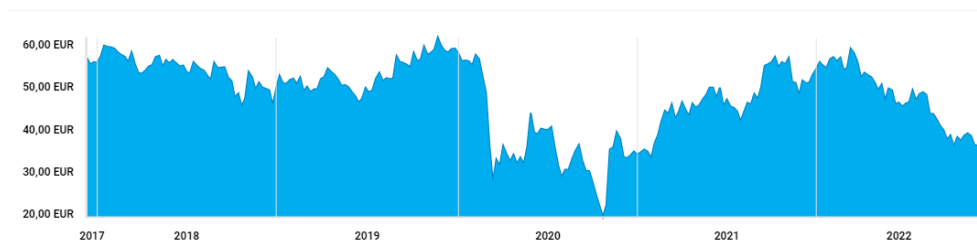
## Sterktes

- De line-up voor vooral het vierde kwartaal van 2022 ziet er veelbelovend uit (incl. de nieuwe Avatar). Blockbusters spelen een belangrijke rol in het herstel van het bioscoopbezoek. Kinopolis Group verwacht dat ook middelgrote en lokale films in de komende maanden tot volle ontplooiing zullen komen. In de komende maanden verwachten we 'Ticket to Paradise', 'Black Panther: Wakanda Forever', 'Lyle, Lyle, Crocodile', 'Puss in Boots: The Last Wish', 'Rebel', 'Shazam! Fury of the Gods' en de zeer belangrijke 'Avatar: The Way of Water'.
- Het is positief dat de gemiddelde omzet per bezoeker hoog bleef, gedreven door een grote vraag naar belevenis- en premiumproducten, waardoor de bezoekersgerelateerde inkomsten zich sneller herstelden dan de bezoekers.
- De uitvoering van het Entrepreneurship-plan heeft sterk bijgedragen aan het herstel van het bedrijfsresultaat en aan de ontwikkeling van het productaanbod. De herwonnen financiële slagkracht zal Kinopolis in staat stellen zich verder te richten op externe expansie en de premiumisering van het aanbod.
- Zag in de eerste jaarhelft van 2022 een progressief herstel van het bioscoopbezoek in alle landen, waarbij de landen die aanvankelijk achterbleven nu een inhaalbeweging maken.
- De EBITDA voor de eerste helft van 2022 bedroeg 68,2 miljoen euro. Na aanpassing voor leasing bedroeg de EBITDAL over de eerste jaarhelft 50,4 miljoen euro. 1H22 EBITDAL/bezoeker steeg van € -10,97 naar € 3,68.
- Kinopolis heeft Jeroen Mouton benoemd als nieuwe CFO. Hij was

voordien CFO van Roularta (voor Sioen, Electrawinds en Daikin Europe).

## Zwaktes

- De vastgoedactiviteiten kunnen afnemen door huurconcessies aan horecapartners.
- Tijdelijke sluitingen na nieuwe Covid-19 zaken.
- Blockbusters spelen een belangrijke rol in het herstel van het bioscoopbezoek. Kinopolis Group verwacht dat ook middelgrote en lokale films de komende maanden hun volle potentieel zullen bereiken. Er zijn periodes zonder blockbusters en/of lokale content.
- Kunnen ze blijven vertrouwen op de strategie om te focussen op premiumisering van de klantenervaring die succesvol is tot nog toe en die, samen met de realisatie van het Entrepreneurship plan, sterk heeft bijgedragen tot het herstel van het bedrijfsresultaat van Kinopolis?
- De nettoschuld op jaarbasis zal worden beïnvloed door het hogere werkkapitaal.



## Materialise (ISIN: US57667T1007)

**Advies KBC Securities: “Kopen” – koersdoel: 20 dollar**

**Opwaarts potentieel: 120% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 9,08 dollar)**

## Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Guy Sips: “Wij zijn voorstander van **Materialise als leverancier van Additive Manufacturing (AM) softwareoplossingen en geavanceerde 3D-printdiensten** in een groot aantal sectoren, waaronder gezondheidszorg, automotive, luchtvaart, kunst en design en consumentenproducten. Materialise speelt al sinds 1990 een actieve rol op het gebied van AM door haar betrokkenheid bij AM voor industriële en medische toepassingen.

De omzetgroei die elk van haar segmenten in de eerste negen maanden van dit jaar heeft geboekt, sterkt Materialise in haar vertrouwen dat **de inkomsten voor 2022**

**minstens 10% hoger zullen liggen op jaarbasis.** Hoewel de inflatie en de druk op de arbeidsmarkt, die hoger en hardnekkiger zijn dan Materialise aan het begin van 2022 verwachtte, op hun resultaten wegen, blijft Materialise **voorzichtig investeren in geselecteerde groei-bedrijven.** Als gevolg daarvan blijven zij verwachten dat hun EBITDA voor 2022 tussen 20 en 25 miljoen euro zal liggen.”

## Bedrijfsactiviteiten

Het Leuvense bedrijf Materialise, **gespecialiseerd in 3D-printing**, heeft de opbrengst van zijn beursgang onder meer gebruikt om zijn 3D-printcapaciteit te verhogen. Materialise wil in steeds meer sectoren doordringen. Vandaag zitten ze goed in de medische wereld, de automotive en het design van wearables (brilmonturen, schoenen, juwelen).

## Sterktes

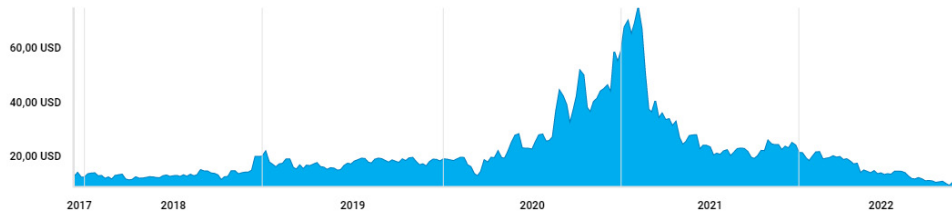
- Op softwaregebied wil Materialise haar leidende positie in de bestaande markt voor servicebureaus handhaven en haar positie in de groeiende markt voor de vervaardiging van eindonderdelen versterken via zowel innovatie als strategische partnerships.
- In de medische sector wil Materialise de ziekenhuismarkt blijven innemen met haar softwaretools en tegelijkertijd de volgende innovatiefase in de orthopedische, CMF- en cardiovasculaire markten stimuleren.
- In het segment Materialise Manufacturing zal Materialise zich in toenemende mate richten op complexe en unieke onderdelen in het algemeen en op de groei van haar wearables- en luchtvaartinitiatieven in het bijzonder.
- Aan het einde van het derde kwartaal 2022 had Materialise liquide middelen voor een bedrag van 168,1 miljoen euro (vergeleken met 196 miljoen euro eind 2021). Aangezien de brutoschuld 90,5 miljoen euro bedroeg (99,1 miljoen euro eind 2021), bedroeg de nettokaspositie 77,7 miljoen euro, een daling van 19,3 miljoen euro inclusief het effect van de overname van Link3D.
- Nikon plant SLM Solutions over te nemen.

## Zwaktes

- is wellicht niet in staat zijn marktaandeel te behouden.
- Risico's van verkeerde strategische allianties.
- Bestaande en toegenomen concurrentie.
- Verstoringen van de activiteiten van servicecentra.
- Klantenconcentratie binnen het medische segment.
- Hoewel Materialise een materiële aanwezigheid heeft in Oekraïne (schatting KBCS: +/- 430 software R&D-ingenieurs) heeft Materialise

daar geen significante verkoop en zal dat geen impact hebben op de fundamenteën van haar globaal business model.

- Recent (sinds 2Q22) inflatie en, in het bijzonder, de gestegen arbeidskosten.



## TINC (ISIN: BE0974282148)

**Advies KBC Securities: “Opbouwen” – koersdoel: 14 euro**

**Opwaarts potentieel: 14,9% (t.o.v. slotkoers 7/12/22: 12,18 euro)**

### Motivering van de aanbeveling

KBC Securities-analist Sharad Kumar SP: “Ondanks het **beperkte opwaartse potentieel** ten opzichte van ons koersdoel en ons “Opbouwen”-advies, nomineren we TINC nog steeds als favoriete voor 2023 als een kandidaat **voor relatieve outperformance ten opzichte van onze benchmarks** (Bel20, AEX en Eurostoxx). Het aandeel hield opmerkelijk stand tijdens de marktturbulentie van 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.”**

## Bedrijfsactiviteiten

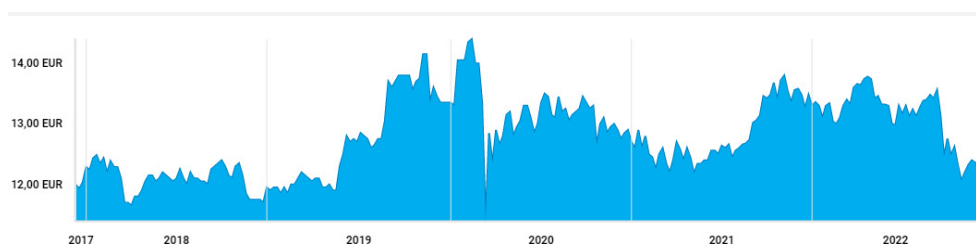
TINC is een **actieve infrastructuurbeleggingsmaatschappij voor de defensieve belegger**. De onderneming streeft ernaar jaarlijks dividenden uit te keren, die stijgen met de inflatie. Om dat te bereiken, investeert TINC voornamelijk in rijpe en operationele infrastructuuractiva, met lange en voorspelbare kasstromen. Op dit moment bestaat de portefeuille uit publiek-private samenwerkingen, hernieuwbare energie- en vraaggedreven infrastructuur, in België, Nederland en Ierland.

## Sterktes

- Uitgaven van verwaterende liquide middelen kunnen de nettowinst en de dividendcapaciteit verhogen.
- Hoger dan gebudgetteerde energievraag leidt tot hogere omzet.
- Toetreding tot naburige landen zou de geografische diversificatie kunnen vergroten.
- Aanjagers van infrastructuurinvesteringen, zoals klimaatverandering, noodlijdende overheidsfinanciën en een verschuiving naar meer asset-light bedrijfsmodellen kunnen de vraag naar private infrastructuurinvesteringen doen toenemen.

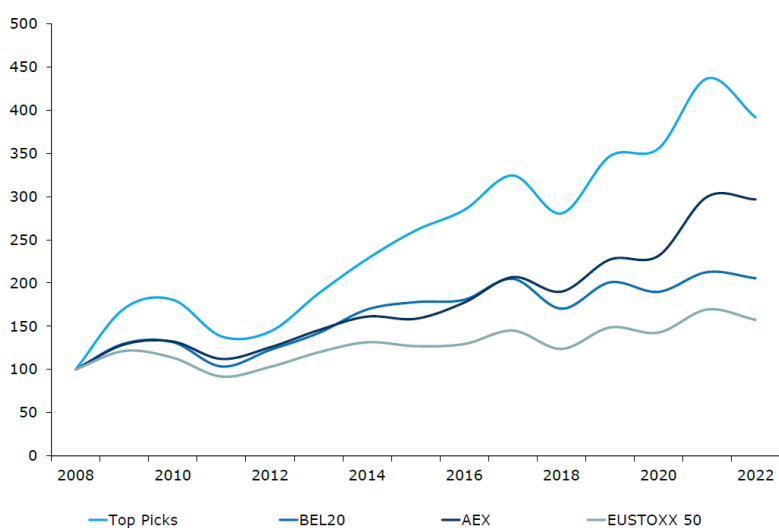
## Zwaktes

- De toegenomen concurrentie kan de rendementen onder druk zetten en leiden tot een schaarste aan investeringsmogelijkheden.
- Stijgende rentevoeten kunnen resulteren in hogere discontovoeten die een negatieve impact zullen hebben op de netto-inventariswaarde van TINC.
- Wijzigingen in de regelgeving kunnen een negatief effect hebben op het verdienmodel.
- Lager dan gebudgetteerde energie- en vraaggedreven verkopen.
- De herziening van de ESR-neutraliteit kan een impact hebben op de pijplijn van publiek-private samenwerkingen.



## Terugblik

De KBC Securities-analisten maken al vele jaren hun favorieten bekend voor het nieuwe jaar. Hun selectie doet het jaar na jaar beter dan de Bel20, AEX en Eurostoxx 50-index.



## 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.

Dit dossier is gebaseerd op een publicatie van de analisten van KBC Securities, gereguleerd door de Belgische financiële toezichthouder FSMA. Meer informatie rond de oorspronkelijke publicatie vindt u op de [KBC Securities-website](#). Op de coverpagina van dit dossier leest u wie verantwoordelijk is voor de samenvatting ervan. Deze persoon is gereguleerd door de FSMA en verklaart (geen) financiële instrumenten van het besproken bedrijf in het bezit te hebben.