

2023



Bolero

TOPIC

16 actions Benelux favorites pour 2023 La sélection de KBC Securities

12 décembre 2022

RECHERCHE PROVENANT DE LA KBC SECURITIES RESEARCH TEAM (DYNAMIC TOP PICK LIST - OUR SELECTION FOR 2023), RÉSUMÉE POUR VOUS PAR SARAH DE PAUW, HEAD OF MARKETING



Dans ses TOPICS, **Bolero** approfondit un sujet spécifique attrayant à la Bourse. Cela peut être une introduction en bourse ou le prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique que nous passons au peigne fin.

Nous voilà à la porte d'une nouvelle année boursière. Traditionnellement, en décembre, nos équipes d'analystes font le point sur **leurs perspectives pour l'année à venir**. Dans ce dossier, ils présentent **leurs actions préférées du Benelux, pour entamer l'année 2023 du bon pied**.

Découvrez les **12 Large Caps** et les **4 Small & Mid Caps** qui, selon nos analystes, devraient afficher de bonnes performances et réussir à se maintenir en 2023. Vous aurez alors toutes les cartes en main pour démarrer la nouvelle année sur les chapeaux de roue, avec un portefeuille d'investissement intéressant.

Sachant que **la sélection de KBC Securities a constamment mieux performé que le Bel20, l'AEX et l'Eurostoxx50** (voir p.35), cette sélection représente une source d'inspiration indispensable pour tout investisseur.

Vous pouvez suivre cette liste de favoris tout au long de l'année dans l'onglet [Sélection Bolero Benelux](#) du [Centre d'Idées Bolero](#). Tous les mois, les analystes réévaluent la place des actions dans leur sélection. Vous aimeriez recevoir les mises à jour directement dans votre boîte mail ? Vérifiez alors que la ligne « **Topics FR** » soit coché **OUI** dans les paramètres de votre compte Bolero (sur la plateforme ou dans l'app mobile), sous l'onglet « Newsletters ».

Bolero précise que les cours, les objectifs de cours et les recommandations reprises dans ce dossier datent du 9 décembre 2022 et qu'ils sont représentatifs de la situation à cet instant précis. Veuillez tenir compte de ce fait et du fait que ces informations peuvent avoir changé entretemps. Pour consulter les derniers objectifs de cours et les dernières recommandations, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

Table des matières

Large caps

Ackermans & van Haaren	p.4
Adyen	p.6
Aedifica	p.8
Ageas	p.10
Ahold Delhaize	p.12
Argenx	p.14
Bekaert	p.15
D'ieteren	p.17
TKH Group	p.19
UCB	p.21
Umicore	p.23
VGP	p.25

Small & Mid Caps

Fagron	p.27
Kinepolis	p.28
Materialise	p.31
Tinc	p.33

Rétrospective	p.35
----------------------	------

Large caps favorites de KBC Securities (Cap de marché > 1,5 milliard d'euros)

Ackermans & van Haaren (ISIN : BE0003764785)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 188 euros

Potentiel de hausse : 23 %

(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 152,9 euros)

Motivation de la recommandation

L'analyste Sharad Kumar SP de KBC Securities explique :

« Bien que l'année 2022 ait été difficile, les entreprises du portefeuille d'Ackermans & van Haaren ont réussi **non seulement à rester à flot**, mais aussi à **continuer de développer leurs activités**. Le **carnet de commandes de DEME** est actuellement à un **niveau record** (5,95 milliards d'euros) et **CFE** a fortement rebondi après ses chiffres du deuxième trimestre pour 2022, grâce à des **résultats solides et des perspectives meilleures que prévu** pour l'année en cours.

À partir du troisième trimestre 2022, la division banque privée a connu une baisse de 11,5 % des AuM (*Assets under Management* ou *Actifs sous Gestion*), ce qui est mieux que la baisse de 23,3 % du BEL20, alors qu'elle a enregistré quelque 3,632 milliards d'euros de flux de capitaux brut. Malgré un marché immobilier incertain, Nextensa a réussi à **vendre le bâtiment Bronze Gate** pour 65 millions d'euros et a annoncé qu'elle finaliserait la vente du bâtiment Titanium en décembre 2022 pour une plus-value importante, ce qui, selon nous, pourrait se traduire par un meilleur résultat net pour 2022.

Enfin, malgré un marché volatil tout au long de l'année, Ackermans & van Haaren a pu **vendre ses investissements dans Manuchar et Anima avec des plus-values importantes** et dispose actuellement de **500 millions d'euros de trésorerie nette** pour acquérir des participations dans des sociétés de qualité qui seraient maintenant disponibles à des valorisations attrayantes.

Nous sommes convaincus que le programme de rachat d'actions en cours, d'un montant de 70 millions d'euros, et la solidité des sociétés du portefeuille **apporteront un soutien suffisant au titre jusqu'en 2023.** »

Activités commerciales

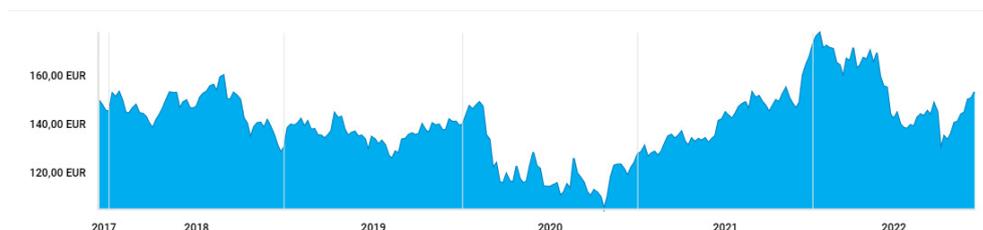
Ackermans & van Haaren (AvH) est une **holding indépendante et diversifiée**, basée à Anvers, qui vise à créer de la valeur pour les actionnaires en investissant à long terme dans un nombre limité d'entreprises présentant un potentiel de croissance au niveau international. AvH opère dans les secteurs suivants : ingénierie et contrats maritimes, banque privée, immobilier et soins aux personnes âgées, énergie et ressources et capital de croissance. Dans ces segments, AvH investit dans des entreprises sur la base de partenariats à long terme. En tant que « propriétaire actif », AvH assume des responsabilités au sein des conseils d'administration et des comités consultatifs de ses participations.

Forces

- **DEME** est leader du marché dans l'industrie mondiale du dragage. En outre, DEME s'engage conséquemment pour l'innovation à tous les niveaux.
- La division **banque privée** a la réputation d'ajouter chaque année des actifs sous gestion (indépendamment du cycle économique) tout en maintenant son ratio coûts-revenus.
- **Nextensa** offre une exposition unique dans le domaine de l'immobilier, puisque la société est à la fois investisseur et promoteur.
- Le sous-portefeuille « **Growth Capital** » commence à bénéficier de l'ouverture d'un bureau à Singapour qui donne accès à des investissements potentiels dans des entreprises asiatiques en croissance rapide.

Faiblesses

- Le modèle économique de DEME reste très **cyclique**.
- Les revenus de la division banque privée sont exposés à la **volatilité générale du marché**.
- Les activités de développement immobilier sont très **cycliques**.
- AvH n'a **pas de partenariat** avec les principaux investisseurs en capital-investissement ou en capital-risque et devra rechercher les meilleures opportunités par ses propres moyens.



Adyen (ISIN : NL0012969182)

Opinion KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 2 250 euros

Potentiel de hausse : 59,5 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 1 411 euros)

Motivation de la recommandation

Thomas Couvreur, analyste KBC Securities, explique :

« En 2022, Adyen était en baisse de 40 %, suivant la tendance à la baisse des valorisations du secteur technologique en forte croissance. À notre avis, cependant, Adyen a une dynamique très différente.

Une récession aurait un impact sur les niveaux de dépenses globaux, bien que ce phénomène serait plus que compensé par **une transition plus rapide vers les méthodes de paiement numériques** et une **croissance continue de la clientèle**. Le niveau d'incertitude concernant les revenus d'Adyen est nettement inférieur à celui de nombreux autres noms technologiques à grande capitalisation.

De plus, comme ses revenus sont en grande partie un pourcentage du volume de paiement, Adyen dispose d'une **couverture naturelle contre l'inflation**. Selon nous, Adyen bénéficierait grandement d'une reprise du secteur technologique, tout en offrant une protection importante contre la récession et l'inflation. À un moment donné, la direction devra également s'expliquer davantage sur ses **réserves de trésorerie croissantes**, ce qui pourrait constituer un autre élément déclencheur pour le titre. »

Activités commerciales

Adyen fournit des **services de paiement** basés sur une plateforme propre. Adyen dispose de **l'une des plus larges couvertures en termes de régions géographiques et de méthodes de paiement**. Sa clientèle se compose principalement de grands

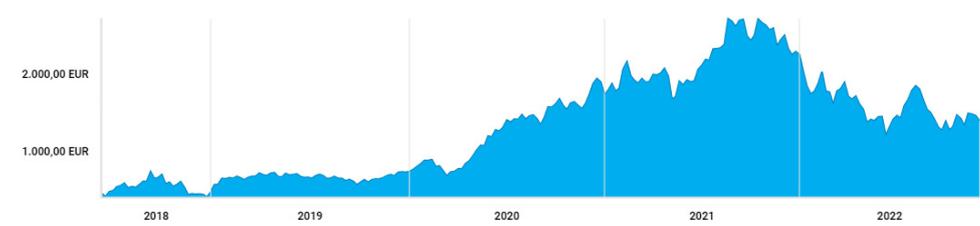
vendeurs en ligne tels que eBay, Booking.com, Spotify et Ryanair.

Forces

- La plateforme **uniforme** et construite *in-house* présente des avantages par rapport aux autres acteurs qui se sont développés par le biais de fusions et d'acquisitions.
- Un coût marginal faible rendant les **marges** d'EBITDA et de cash-flow libre très élevées.
- **Une base de clients solidement développée** avec un fort potentiel pour la vente de services supplémentaires.

Faiblesses

- **Le ralentissement des paiements électroniques**, dû par exemple à la baisse de la confiance des consommateurs, ralentirait la croissance d'Adyen.
- Adoption accrue de méthodes de paiement **à faible marge** pour Adyen.
- D'importants clients (potentiels) fournissant certains services de paiement **en interne** sur base de la DSP2.
- **Concurrence accrue** provenant de nouveaux acteurs sur le marché ou de sociétés Big Tech qui se tournent (plus) vers le marché des paiements.





Aedifica (ISIN : BE0003851681)

Recommandation KBC Securities : « Acquérir »

Objectif de cours : 104 euros

Potentiel de hausse : 33,9 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 77,7 euros)

Motivation de la recommandation

Lynn Hautekeete, analyste chez KBC Securities : « Nous mettons Aedifica en avant pour 2023 car la récente faiblesse du cours du titre conduit à une **valorisation attractive**, même si les **perspectives à court terme sont plus négatives**.

L'environnement plus difficile se reflète dans nos prévisions de résultat d'exploitation avant marge portefeuille pour 2023 et 2024 de 82,2 % et une augmentation des coûts d'intérêt moyens à 1,5 % d'ici la fin 2023 et 2,0 % d'ici la fin 2024. Les **hausse de taux d'intérêt n'affectent que lentement le compte de résultat**, car Aedifica est bien couverte à 82,5 % et dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour financer environ 1,5 an de dépenses d'investissement (capex) estimées.

Les revenus sont liés à l'inflation et la direction a fait ses preuves en matière de contrôle des coûts, ce qui fait qu'Aedifica est bien placée en cette période d'inflation. Selon nos estimations, **le rendement brut du dividende attendu sur 1 et 2 ans** est de **5,11 % et 5,17 %, soit** environ 2,0 % de plus que la moyenne historique sur 5 et 10 ans.

Aedifica se négocie actuellement avec une décote de 4,2 % par rapport à sa NTA (ndlr. *net tangible assets* = valeur nette des actifs), alors que la moyenne historique sur 15 ans est une prime de 24 %. Le bilan d'Aedifica reste solide avec un **taux d'endettement d'environ 45 %**, même en tenant compte de notre estimation prudente d'une augmentation des taux d'intérêt de 0,75 % sur la période 3T23-fin 2025. Cela donne à Aedifica la flexibilité de **lever des dettes/capitaux à des moments stratégiques**.

Sur la base du modèle d'évaluation des flux de trésorerie actualisés, nous arrivons à un objectif de cours de 104 euros. »

Activités commerciales

Aedifica est une **société immobilière belge cotée en bourse (SIR)** en pleine croissance, spécialisée dans les **investissements dans l'immobilier de santé européen** et, en particulier, dans les logements pour personnes âgées. Aedifica

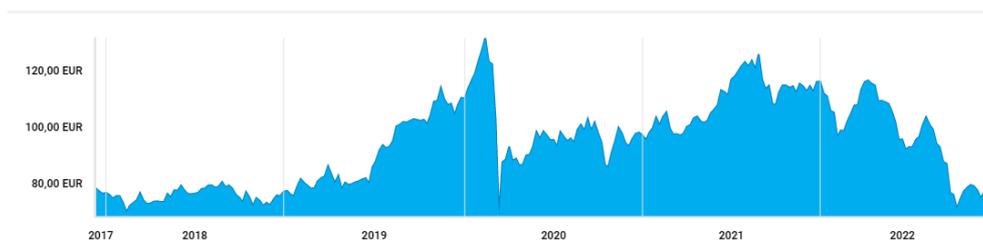
investit dans des immeubles de soins de haute qualité qui génèrent des revenus locatifs récurrents et indexés et offrent un potentiel de plus-value. De cette manière, Aedifica vise à **offrir à ses actionnaires un investissement immobilier sûr, durable et croissant avec un rendement attractif**. L'ambition d'Aedifica est d'étendre encore sa position dans les années à venir. Aedifica est actuellement présente dans huit pays.

Forces

- Les baux à long terme créent une forte **visibilité sur les revenus**.
- Le marché sous-jacent crée une **demande croissante** pour l'immobilier de santé.
- Les pays en dehors de la Belgique sont souvent encore très fragmentés, ce qui offre de **beaux rendements** pour Aedifica.
- Un management **fort**.
- Un **précompte mobilier** plus **favorable** de 15 % au lieu de 30 %.
- Des antécédents solides en matière de **croissance**.

Faiblesses

- Une forte **concurrence** qui réduit le rendement des actifs, ce qui peut exercer une pression sur la différence entre le coût moyen du capital et le rendement.
- En raison de l'expansion rapide dans différents pays et de la croissance des coûts de gestion qui en découle, les **gains d'efficacité opérationnelle** sont actuellement **limités**.
- Le recentrage/la réorganisation peut entraîner des **coûts** (non récurrents) importants.





Ageas (ISIN : BE0974264930)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 50 euros

Potentiel de hausse : 18,4 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/2022 : 42,23 euros)

Motivation de la recommandation

Thomas Couvreur, analyste chez KBC Securities :

« Le titre était **sous pression en raison des inquiétudes concernant le marché chinois**, initialement déclenchées par les turbulences sur du marché immobilier. Après une reprise du marché au deuxième trimestre, le marché chinois est redevenu négatif au troisième trimestre et les marchés d'actions ont perdu 25 % depuis le début de l'année 2022.

Les rendements chinois à 10 ans se sont légèrement redressés après un plongeon à 2,6 % puis 2,7 % maintenant, ce qui se situe dans la partie inférieure de l'objectif d'Ageas de 2,7-2,8 %.

Combiné à des vents contraires inflationnistes, Ageas a annoncé **un impact négatif de 175 millions d'euros** au troisième trimestre, provoquant une forte baisse du cours de l'action. L'annonce par **Fosun**, qui détient 10 % d'Ageas, de la liquidation de certaines de ses participations européennes a accentué la pression sur le cours.

L'impact négatif est lié au portefeuille d'investissements chinois d'Ageas, qui peut être inversé dans une certaine mesure lorsque le marché se redresse. **Après tout, l'activité sous-jacente reste forte.** Compte tenu de l'urgence relativement limitée de Fosun, nous ne nous attendons pas à ce qu'ils acceptent une décote importante sur leurs cessions.

Nous comprenons la **négativité à court terme de l'action**, mais à plus long terme, nous continuons à souligner la **valeur de la présence européenne mature** d'Ageas, combinée à sa présence asiatique en pleine croissance. »

Activités commerciales

AGEAS est une **compagnie internationale d'assurance vie et non-vie** opérant en **Europe** (Belgique, Royaume-Uni, Portugal), en **Turquie** et en **Asie** par le biais de participations minoritaires dans des coentreprises locales (plus matures en Chine, en Thaïlande, en Malaisie et plus en croissance en Inde, aux Philippines et au Vietnam). L'Asie représente désormais plus de 40 % du groupe. Forte de

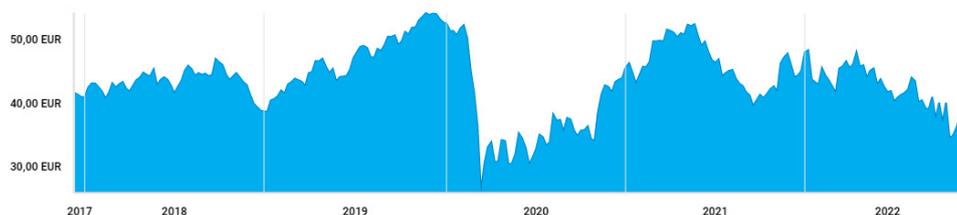
l'héritage de Fortis, AGEAS a procédé à des rachats d'actions annuels depuis 2012, à l'exception de 2020 en raison de fusions et d'acquisitions plus importantes (participation de 25 % dans TAIPING RE et augmentation de la participation en Inde). Une demande de fusion et d'acquisition plus importante dans l'UE, de préférence dans le secteur non-vie, est actuellement une priorité. Enfin, en juin, le nouveau PDG, Hans De Cuyper, a présenté sa nouvelle stratégie 2022-2024, en augmentant les objectifs et en plaçant **l'ESG** (ndlr. la durabilité) au cœur de ses plans.

Forces

- **La performance sous-jacente de l'Asie devrait augmenter** fortement après le Covid-19, en ligne avec le besoin croissant de protection.
- Les activités au Royaume-Uni ne sont pas à vendre, mais leur **ratio combiné** devrait être de **95 %**, comme pour les autres entités.
- Une expansion prudente de la **réassurance** peut générer davantage de recettes supplémentaires que prévu.
- Une plus grande **transparence** des coentreprises asiatiques pourrait permettre de mieux évaluer le potentiel de croissance.
- En incitant les petites coentreprises asiatiques à réaliser davantage de croissance, par le biais d'une modification des canaux de distribution, la **volatilité** des bénéfices chinois pourrait être atténuée.

Faiblesses

- Des **fluctuations** importantes dans les plus ou moins-values réalisées peuvent affecter de manière significative les prévisions de bénéfices de la direction.
- La faiblesse des **taux d'intérêt** pèse encore sur les produits d'assurance-vie traditionnels (surtout en Belgique).
- En Chine, les vents contraires dus à la **baisse des taux d'intérêt** se renforcent.
- Un rachat plus important pourrait entraîner l'annulation du rachat d'actions, mais aussi un **risque d'exécution** étant donné les résultats mitigés obtenus jusqu'à présent.
- **Restructuration infructueuse** des activités au Royaume-Uni.



Ahold Delhaize (ISIN : NL0011794037)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 32 euros

Potentiel de hausse : 12,1 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 28,55 euros)

Motivation de la recommandation

Michiel Declercq, analyste KBC Securities, commente :

« Ahold Delhaize a réussi à surmonter **l'inflation, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe**, ce qui s'est traduit par une croissance à deux chiffres des ventes au troisième trimestre 2022, une tendance qui devrait se poursuivre au quatrième trimestre. Pendant ce temps, les **marges américaines** restent **bien protégées** grâce à un consommateur résilient et à un fort pouvoir de fixation des prix. En Europe, la situation est quelque peu différente, avec un consommateur plus sensible aux prix. Conjugée à la hausse des coûts de l'énergie et de la main-d'œuvre, **cette situation pèse sur les marges dans l'UE.**

Toutefois, étant donné la contribution modeste de l'Europe et compte tenu des fortes initiatives de réduction des coûts, nous pensons que l'impact s'atténuera à l'avenir. Ahold Delhaize **bénéficie aussi fortement de la hausse du dollar américain**. Le groupe génère également de très forts flux de trésorerie disponibles, ce qui se traduit par une politique de rémunération des actionnaires très attractive, avec notamment **un rendement brut du dividende de 4 %** et un nouveau programme de rachat d'actions de 1,0 milliard d'euros pour 2023.

Compte tenu du fort pouvoir de fixation des prix d'Ahold, des meilleures marges de sa catégorie, des effets de change favorables et du rendement attrayant pour les actionnaires, nous émettons actuellement une **recommandation « Acheter » et un objectif de cours de 32 euros.** »

Activités commerciales

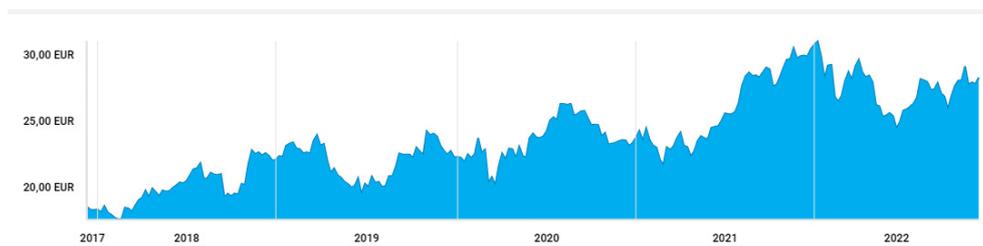
Ahold Delhaize est un **détaillant alimentaire de premier plan** qui opère par le biais d'une série de marques haut de gamme, dont Food Lion, Stop & Shop, Giant et Hannaford aux **États-Unis**, Albert Heijn et Gall & Gall aux **Pays-Bas**, Delhaize et Albert Heijn en **Belgique**. Il est également présent en **Europe centrale** et du **Sud-Est** (Albert) et en **Indonésie**. Avec bol.com, Peapod et Freshdirect, le groupe a également une forte présence en ligne. Ahold Delhaize est organisé en 2 activités : les États-Unis (60 % des ventes) et l'Europe (40 % des ventes).

Forces

- **Résistance à l'inflation** sur le long terme grâce à un fort pouvoir de fixation des prix.
- Focus sur une offre de produits sains qui **augmente le montant du panier d'achat** du consommateur.
- Grâce à une rénovation constante des magasins et à une forte présence sur le segment des magasins de proximité, ils gagnent des **parts de marché**, tant aux États-Unis qu'en Europe.
- Les **marges** sont parmi les meilleures du secteur.
- Position de **leader** sur le marché du commerce électronique du Benelux avec des possibilités de ventes croisées avec sa division de vente au détail.

Faiblesses

- Secteur à forte intensité de **main-d'œuvre**.
- Dépendance à l'égard des **fluctuations monétaires** (60 % des recettes américaines).
- **Programme d'investissement important**, supérieur à la moyenne du secteur.
- Une **concurrence** accrue sur le marché belge.
- La **récession** peut entraîner une réduction des dépenses des clients.





Argenx (ISIN : NL0010832176)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 400 euros

Potentiel de hausse : 8,3 %

(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 369,4 euros)

Motivation de la recommandation

Thomas Vranken, analyste de KBC Securities :

« **Le lancement commercial du premier produit d'argenx, Vygart, se déroule bien.** Nous nous attendons à ce que l'entreprise poursuive cette trajectoire au cours des prochains trimestres, au fur et à mesure que d'autres régions se mettent en place. De plus, nous anticipons déjà le lancement commercial d'une administration sous-cutanée du médicament après une éventuelle approbation de la FDA américaine (date cible de la PDUFA : 20 mars 2023). **La société s'attend également à des résultats significatifs de la phase III de l'efgartigimod** pour sa deuxième maladie neuromusculaire CIDP (ndlr. l'affection neurologique « *Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy* » ou « *Polyradiculonévrite chronique* »). À plus long terme, la société prévoit de **développer l'efgartigimod pour 15 indications d'ici 2025**, et d'autres produits de suivi sont progressivement développés. »

Activités commerciales

argenx est une **société biopharmaceutique en phase clinique** qui crée et développe rapidement différentes **thérapies par anticorps différenciées pour le cancer et les maladies auto-immunes**. Elle applique sa plateforme de découverte d'anticorps SIMPLE pour fournir de nouveaux anticorps humains, complétée par une capacité unique de développement d'anticorps.

Forces

argenx possède les trois caractéristiques-clés d'une bonne entreprise de biotechnologie :

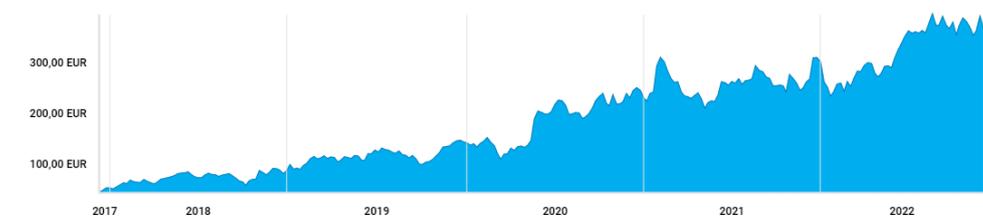
- **Un produit très efficace** dont les possibilités d'application sont potentiellement vastes pour le traitement d'une série de maladies.
- **Un bilan solide** avec un bon trésor de guerre, alimenté par des levées de fonds systématiques sur le marché au bon moment.

- **Une direction solide**, dotée d'une expertise pertinente et d'une bonne réputation, qui permet à l'entreprise de planifier longterm à l'avance et de maîtriser tous les scénarios jusqu'à présent.

Faiblesses

Les principaux risques d'argenx se traduisent principalement par le fait que :

- la grande majorité de leur appréciation est **due à un seul produit**, l'efgartigimod ;
- c'est **la première fois** que l'entreprise commercialise un produit ;
- il est possible que l'efgartigimod ne soit **pas jugé suffisamment efficace** pour chacune des indications testées.



Bekaert (ISIN : BE0974258874)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 47 euros

Potentiel de hausse : 33,8 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 35,14 euros)

Motivation de la recommandation

Analyste KBC Securities, Wim Hoste :

« Bekaert est **assez cyclique**, les marchés de l'automobile et de la construction représentant environ deux tiers des revenus. Sous la direction de l'équipe de gestion remaniée, Bekaert a réalisé des **améliorations significatives** en optimisant les coûts et leur empreinte, l'accélération du flux de trésorerie disponible qui en résulte **permettant une réduction significative de la dette**.

Nous nous attendons à ce que Bekaert génère en moyenne plus de 300 millions de flux de trésorerie libre par an, au cours des cinq prochaines années. En l'absence d'acquisitions à grande échelle (un scénario peu probable selon nous), l'utilisation la plus logique de cet important flux de trésorerie disponible est un **flux continu de distribution du capital aux actionnaires**.

Compte tenu de ces rendements attrayants des flux de trésorerie disponibles et d'autres paramètres de valorisation, nous faisons de Bekaert l'un de nos favoris. »

Activités commerciales

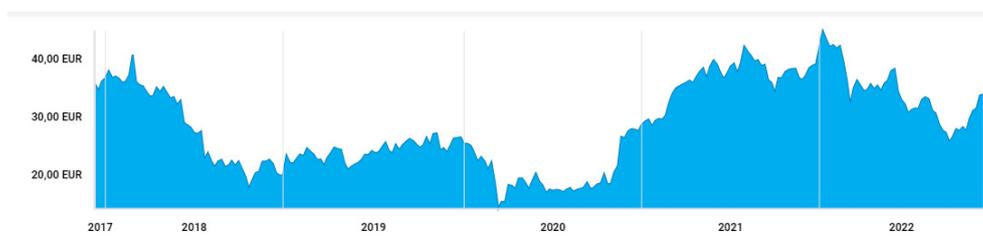
Bekaert est un **leader mondial dans le domaine des produits en fil d'acier**. La société est organisée en quatre divisions : Rubber Reinforcement, Steel Wire Solutions, Specialty Products et BBRG. Bekaert est le premier producteur mondial de câbles d'acier pour le renforcement des pneus, avec une part de marché mondiale d'environ 30 %, loin devant le chinois Xingda. L'actionnaire de référence de Bekaert est la famille fondatrice Bekaert.

Forces

- Bekaert est le **leader mondial** du marché du fil d'acier et possède également un leadership technologique.
- L'entreprise a fait des **progrès considérables** en matière de discipline dans la fixation des prix.
- **Un bilan solide**, qui permet des acquisitions et des rachats d'actions.

Faiblesses

- La plupart des marchés finaux de Bekaert sont assez **cycliques** par nature et sont également fragmentés, ce qui se traduit par un grand nombre de concurrents opérant dans la plupart des segments de marché.
- Les prix des matières premières peuvent être **volatils**.





D'leteren Group **D'leteren (ISIN : BE0974259880)**

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 205 euros

Potentiel de hausse : 13,1 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 181,4 euros)

Motivation de la recommandation

Michiel Declercq, analyste chez KBC Securities :

« Belron, le joyau de D'leteren, **bénéficie de l'augmentation du nombre d'étalonnages associée** à des **marges élevées**. Le secteur de la réparation et du remplacement des vitres de véhicules (VGRR) résiste également aux ralentissements économiques. En tant que leader du marché et compte tenu de ses relations avec les assureurs, Belron dispose également d'un **fort pouvoir de fixation des prix**, même si la répercussion pourrait être retardée.

Chez D'leteren Auto, les **immatriculations de voitures belges** restent **faibles**. Cependant, la priorité étant donnée aux voitures haut de gamme, les marges augmenter tout de même de ce côté-là. En outre, nous apprécions la **diversification du groupe** grâce aux récentes acquisitions de TVH Parts et PHE Holding, qui présentent toutes deux des similitudes avec Belron en termes de potentiel de consolidation.

Après avoir appliqué une décote de 15 % à notre évaluation de la somme des parties de 239 euros par action, nous maintenons notre **recommandation « Acheter » et notre objectif de cours de 205 euros.** »

Activités commerciales

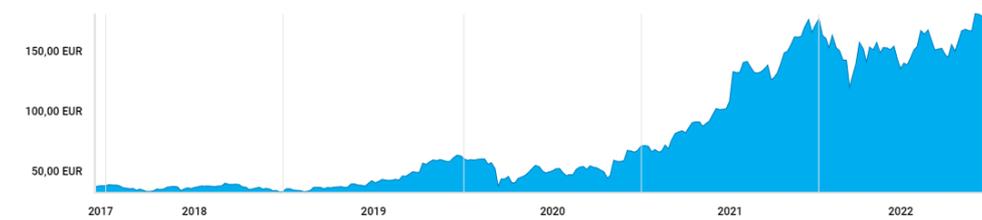
Le Groupe D'leteren est une **entreprise familiale** qui s'est développée historiquement en tant que distributeur exclusif de la marque Volkswagen en Belgique. Toutefois, la position la plus importante du groupe est **sa participation de 50 % dans Belron**, le **leader mondial** de la réparation et du remplacement de verre automobile (VGRR). En outre, le groupe D'leteren détient **une participation de 40 % dans TVH parts**, un fournisseur de pièces détachées pour chariots élévateurs, **une participation de 100 % dans la société d'ordinateurs portables Moleskine** et **une participation de 100 % dans Parts Holding Europe (PHE)**, un fournisseur de pièces détachées pour voitures.

Forces

- Belron : **position dominante** sur le marché avec une amélioration du mix produit grâce à la pénétration croissante des ADAS (ndlr. *Advanced Driver Assistance Systems*).
- **Fort potentiel de consolidation** et **d'amélioration des marges** chez Belron, PHE et TVH Parts.
- La « Premiumisation » de la flotte et les économies de coûts stimulent les **marges** de D'leteren Auto.
- **Réduction** significative **du risque** de réinvestissement.
- **Faible cyclicité** de la plupart des activités principales (Belron, TVH et PHE).
-

Faiblesses

- Belron : les négociations de prix avec les assureurs ont lieu avec un **effet retardateur**.
- Belron : activité à **forte intensité de main-d'œuvre** et **augmentation du prix** du verre (le gaz est utilisé pour chauffer le verre).
- **Pénurie de puces** chez D'leteren Auto.
- TVH Parts : les nouveaux secteurs de croissance s'accompagnent de **marges plus faibles** à court terme.
- Belron : les assureurs qui **résistent** à la hausse des prix des pare-brise.





Groupe TKH (ISIN : NL0000852523)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 55 euros

Potentiel de hausse : 45,9 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 37,7 euros)

Motivation de la recommandation

Thibault Leneeuw, analyste chez KBC Securities :

« Grâce à ses systèmes de vision et de connectivité intelligents, TKH dispose de **deux segments d'activité bien positionnés pour la croissance**. Les systèmes de fabrication intelligents sont cycliques et devraient être confrontés aux vents contraires de l'environnement macroéconomique. Cependant, à l'évaluation actuelle, nous pensons que les **éléments négatifs sont entièrement reflétés dans le cours de l'action de TKH Group**, tandis que la croissance et les facteurs plus positifs ne sont pas correctement reflétés.

Dans le domaine des systèmes de vision intelligents, nous observons les facteurs suivants : une **forte demande d'automatisation** due à l'évolution vers la production de l'industrie 4.0 « *Hands off - Eyes off* », en particulier si l'on tient compte de la rareté de la main-d'œuvre et de son coût élevé.

En outre, l'**automatisation permet d'améliorer la productivité et la qualité**. Ce segment bénéficie également d'une demande accrue de produits basés sur l'IdO (l'Internet des Objets). Ces facteurs assureront une **croissance robuste**. En raison des craintes de récession, les **perspectives pour les systèmes de fabrication intelligents ne sont pas positives**. Au sein de ce segment, la fabrication de pneus est le principal moteur du groupe TKH (plus de 70 % des revenus du segment). Les effets négatifs seront partiellement compensés par une production locale plus importante et des exigences de flexibilité plus élevées.

Pour les systèmes de connectivité intelligente, nous prévoyons à nouveau une croissance robuste. La transition énergétique fera croître l'**activité de connectivité sous-marine**, tandis que les investissements élevés dans la fibre optique pourraient stimuler leur activité de connectivité numérique. Dans l'ensemble, nous voyons **une croissance significative pour la société et un grand potentiel de hausse** par rapport à la valorisation actuelle de l'action. »

Activités commerciales

Le groupe TKH **crée des technologies pour les systèmes Smart Vision, Smart**

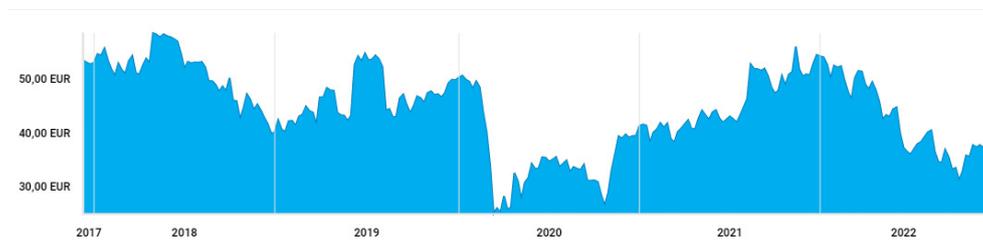
Manufacture et Smart Connectivity. Ces technologies sont combinées à des logiciels développés en interne pour offrir des solutions à guichet unique et des systèmes technologiques intégrés prêts à l'emploi. L'entreprise est bien positionnée sur les marchés à forte croissance, où elle se concentre sur les **mégatendances** telles que l'automatisation industrielle, la transition énergétique, la numérisation et la sécurisation et la sécurité.

Forces

- La **demande croissante** de solutions technologiques pour l'efficacité, la sécurité et l'automatisation.
- Actif sur les **marchés à forte croissance**.
- **Lancement réussi** de la technologie UNIXX.
- TKH offre **une solution complète** avec matériel, logiciel et intégration.

Faiblesses

- **Retard** dans les avancées technologiques et les nouvelles solutions innovantes.
- La **concurrence** croissante dans le domaine de la vision 3D et de la construction de pneus.
- **Baisse de l'activité économique** entraînant une diminution des investissements des clients industriels et des gouvernements, principalement dans le segment des pneumatiques.





UCB (ISIN : BE0003739530)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de prix : 110 euros

Potentiel de hausse : 53,5 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 71,66 euros)

Motivation de la recommandation

Jeroen Van den Bossche, analyste chez KBC Securities :

« Naturellement, les investisseurs ont été choqués par la récente **lettre CRL de la FDA** concernant la demande d'autorisation de Bimzelx/bimekuzimab dans le cadre du traitement du psoriasis. En outre, les perspectives d'UCB avec les prochaines **dates d'expiration des brevets** en 2022 et 2024 pour les produits vedettes **Vimpat** et **Cimzia** suscitent une inquiétude supplémentaire (mais bien connue).

Nous pensons que le nouveau ralentissement économique **est une occasion de racheter UCB** pour un certain nombre de raisons :

- En ce qui concerne le **Cimzia**, les **biosimilaires** entreront sur **le marché en 2026 au plus tôt** (probablement plutôt en 2027), retardant d'au moins deux ans l'impact de l'expiration du brevet, car il reste le seul inhibiteur du TNFa dont le profil de sécurité est prouvé chez les femmes en âge de procréer ;
- En ce qui concerne le Bimzelx, nous pensons que les commentaires du LCR seront résolus, car il s'agit d'un **problème de fabrication** et non d'un problème de produit ou de sécurité. En outre, les inhibiteurs de l'IL17A/F se sont révélés **supérieurs à pas moins de trois médicaments concurrents**. En termes d'**efficacité**, les performances du bimekizumab sont à peu près identiques à celles de l'IL23 **Skyrizi d'AbbVie**, ce qui fait de ces deux médicaments les **deux principaux prétendants à un marché du psoriasis** estimé à 30 milliards de dollars d'ici 2026. L'**estimation** actuelle **des ventes maximales** du Bimekizumab (2,8 milliards d'euros, dont 1,5 milliard pour le psoriasis) semble très **prudente** et place la **barre très bas** pour le succès du successeur du Cimzia par UCB. Le médicament est déjà **autorisé** pour le psoriasis modéré à sévère **dans l'UE, au Royaume-Uni, au Japon et au Canada**. Nous pensons maintenant que ce médicament sera un traitement supérieur pour le rhumatisme psoriasique chez les personnes qui ne répondent pas au TNFa. Des données récentes sur la spondyloarthrite axiale suggèrent que le médicament sera également un concurrent de poids dans ce domaine. Pour l'indication rare de l'hydradenitis suppurativa, nous attendons les premiers résultats d'ici la fin de l'année et pensons que le succès dans cette indication est très probable.

Enfin, UCB a acquis **Zogenx**, faisant de Fintepla un actif d'UCB. Le Fintepla est un médicament qui sera utilisé **pour des indications d'épilepsie rares** telles que le syndrome de Dravet et de Lennox Gastaut. Selon nous, cette acquisition arrive à point nommé et constitue un **excellent ajustement stratégique** pour UCB.

Nous pensons que **la valorisation actuelle ne reflète pas le potentiel des actifs dans le pipeline**, mais qu'il s'agit plutôt d'une réaction excessive des marchés à la situation actuelle. Par conséquent, nous pensons toujours que le titre UCB est un **point d'entrée attractif** pour les investisseurs, avec un potentiel de hausse plus important, possible sur le long terme grâce aux actifs que nous n'avons pas encore inclus dans nos modèles d'évaluation, tels que ceux pour les maladies complexes comme Alzheimer, Lupus, Parkinson et autres. »

Activités commerciales

UCB a été fondée en 1928. Elle est présente dans une quarantaine de pays et emploie plus de 7 500 personnes. Il s'agit **d'une société biopharmaceutique mondiale** actuellement spécialisée dans deux domaines thérapeutiques : **la neurologie et l'immunologie**, étendue aux maladies osseuses. Elle est aussi **leader mondial** en matière **d'épilepsie**.

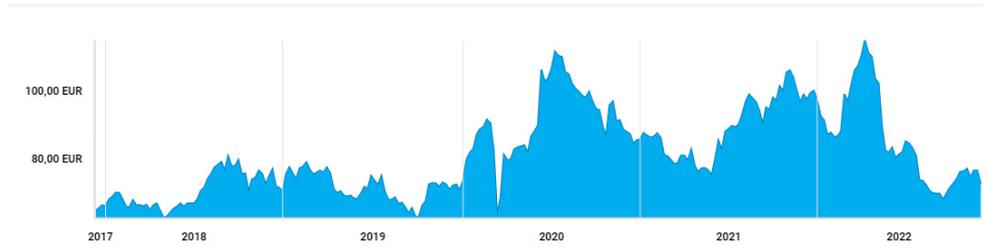
Forces

- **Un solide portefeuille de produits** en immunologie avec une équipe de vente et de marketing existante qui connaît bien cette indication.
- **Leader mondial** dans le domaine de l'épilepsie, élargi aux indications neurologiques.
- **De nombreux actifs de phase II**, non valorisés actuellement par le marché, mais avec un potentiel de hausse important en cas de succès (maladie de Parkinson, maladie d'Alzheimer).
- **Très bon management.**

Faiblesses

- Forte **dépendance** à quelques médicaments clés (bime/cimzia).
- **Manque de clarté** sur la combinaison Zilucoplan/Rozanolixizumab.
- Actif dans des domaines où la **concurrence** des grandes entreprises pharmaceutiques (Abbvie, Novartis, etc.) et des biotechnologies émergentes (Argenx) est très **forte**.

- **Perte de l'exclusivité** dans certains domaines clés dans un avenir proche.



umicore
materials for a better life

Umicore (ISIN : BE0974320526)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 54 euros

Potentiel de hausse : 54,5 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 34,95 euros)

Motivation de la recommandation

Analyste de KBC Securities : Wim Hoste

« L'**électrification des véhicules** n'en est qu'à ses débuts, avec seulement 5 % de voitures électriques vendues sur le total des voitures neuves en 2021, et devrait être **un moteur de croissance clé pour Umicore** au cours de la prochaine décennie.

Umicore occupe une position solide sur le marché des cathodes, même si la décision de ses clients d'accélérer le remplacement des compositions de cathodes à teneur moyenne en nickel par des compositions à teneur plus élevée en nickel affectera temporairement la croissance en 2022 et 2023.

Nous pensons que les investisseurs sont **trop préoccupés par la menace concurrentielle de la chimie cathodique LFP**, alors que la traction de LFP en dehors de la Chine a été limitée jusqu'à présent, et par **l'important budget d'investissement de 5 milliards d'euros** au cours des cinq prochaines années, qui pourrait faire tripler la dette nette/EBITDA d'ici 2026. Nous ne sommes pas vraiment préoccupés par **l'importance des dépenses d'investissement**, car les investissements dans des capacités supplémentaires de production de cathodes sont assez modulaires et ne seront décidés que lorsqu'ils seront soutenus par des contrats.

Le récent **accord de coentreprise avec Volkswagen** et le **récent accord**

d’approvisionnement avec ACC (Stellantis, Mercedes-Benz) représentent un volume supplémentaire d’environ 200 GWh d’ici 2030, ce qui est déjà environ **3x plus que la capacité actuelle d’Umicore** et **proportionnel à l’ambition globale** de plus de 400 GWh d’ici 2030.

La décision d’investir dans une **usine de recyclage de batteries à l’échelle industrielle** (150kT) ouvrira une nouvelle voie de croissance sur un marché qui pourrait devenir très important, avec une taille de marché estimée à environ 6 millions de tonnes d’ici 2035. »

Activités commerciales

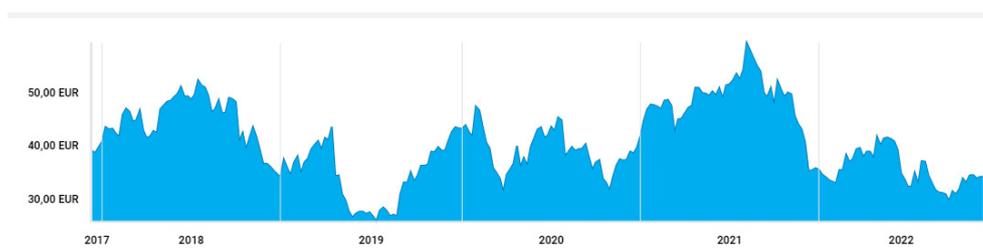
Umicore est un **groupe de matériaux qui se consacre à la mobilité verte et au recyclage**. C’est **l’un des leaders du marché mondial** des matériaux cathodiques pour les batteries rechargeables, les piles à combustible, les catalyseurs automobiles et le recyclage des métaux précieux.

Forces

- Umicore dispose de **solides positions sur le marché**. Par exemple, elle est l’un des leaders du marché mondial des cathodes, des piles à combustible et des catalyseurs.
- **L’électrification des véhicules** devrait connaître une forte croissance dans les années à venir.

Faiblesses

- Le savoir-faire technique joue un rôle crucial dans de nombreuses activités d’Umicore : par exemple, il y a toujours le **risque d’inventions, brevetées ou non, par les concurrents d’Umicore**.
- Il existe également une **exposition aux prix des métaux**, ce qui confère une certaine **cyclabilité** aux résultats.
- En outre, **l’incertitude** demeure quant à la pression sur les marges exercée par le secteur chinois des cathodes, où la technologie LFP est dominante.





VGP (ISIN : BE0003878957)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 150 euros

Potentiel de hausse : 93,3 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 77,6 euros)

Motivation de la recommandation

L'analyste Wim Lewi explique :

« VGP reste l'un de nos favoris car, selon nous, **le titre a été trop durement sanctionné** par les craintes d'une hausse significative des taux d'intérêt qui pourrait affecter la juste valeur de leur pipeline ainsi que leur propre portefeuille et celui des coentreprises. La hausse des taux d'intérêt finira par faire augmenter les rendements et pourrait toucher certains investisseurs spéculatifs dans des actifs logistiques (réels ou papier) à fort taux d'endettement.

Toutefois, nous n'avons pas assisté à des ventes « paniques » d'actifs immobiliers comme au lendemain de la crise financière de 2009-2010 et la **demande d'entreposage reste robuste** dans la plupart des régions, y compris sur le marché allemand, leur marché d'origine.

L'indexation des loyers grâce à l'inflation galopante devrait pouvoir **compenser une grande partie de la hausse des taux d'intérêt** en éliminant l'excès de stock dans certaines régions.

Nous voyons **peu de risques pour les paiements de dividendes**, car les revenus locatifs ne sont pas affectés par les modifications de la valeur ajustée et ils devraient donc couvrir une **politique de dividendes relativement stable**.

À court terme, nous reconnaissons le **risque d'une récession économique en Europe**, mais notons que les loyers immobiliers restent une proportion relativement faible (5-10 %) des portefeuilles de coûts des locataires. À plus long terme, nous pensons que les développeurs logistiques **bénéficieront des tendances fondamentales qui alimentent la demande d'actifs logistiques** (e-commerce, nearshoring et besoins de stockage accrus), maintenant que l'Europe se voit contrainte de renforcer son indépendance vis-à-vis des autres continents.

Selon nous, VGP est **bien placée pour bénéficier de ces tendances**, compte tenu de la solidité de la direction de la société, de son importante réserve foncière et de sa coopération continue avec Allianz.

Nous pensons que **VGP a été punie parce qu'elle est devenue plus prudente** dans sa stratégie d'investissement et dans ses négociations. Le marché est devenu un **dilemme du prisonnier typique** : en cas de ralentissement économique, tous les participants gagneront s'ils limitent les investissements spéculatifs, ou les taux d'intérêt le feront pour eux (et ils seront tous perdants). »

Activités commerciales

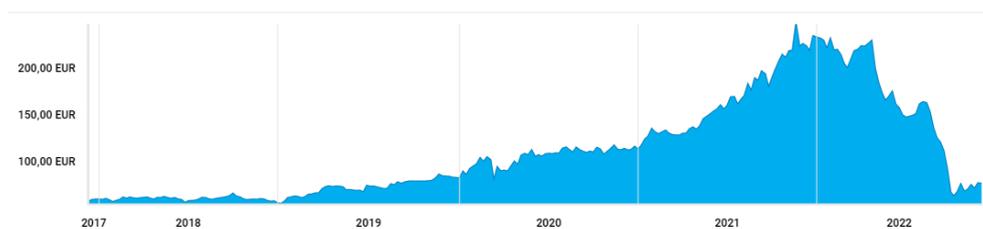
VGP est un **promoteur, gestionnaire et propriétaire paneuropéen de biens immobiliers logistiques et semi-industriels**. VGP a été fondé en 1998 en tant que développeur familial en République tchèque. Aujourd'hui, elle dispose d'un modèle commercial totalement intégré et opère dans 12 pays européens, à la fois directement et par le biais de ses coentreprises avec Allianz.

Forces

- Une **grande réserve foncière** à partir de laquelle de nouveaux projets peuvent être lancés et réalisés, élargissant ainsi le pipeline.
- VGP dispose d'un **management solide** et d'une équipe de **développeurs expérimentés**.
- VGP **s'occupe de l'ensemble de la chaîne de développement** et assure également l'approvisionnement en énergie grâce à l'énergie solaire pour laquelle des installations sont placées sur les toits.

Faiblesses

- **Dépendance** à l'égard de l'entreprise commune pour maintenir le rythme du développement.
- Le secteur de la logistique est **tributaire** des cycles économiques et une **récession** est inévitable.
- Une **détérioration** du marché de la logistique pourrait nuire aux revenus.



Les favorites Small caps de KBC Securities (Cap de marché < 1,5 milliard d'euros)

Fagron (ISIN : BE0003874915)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 18,5 euros

Potentiel de hausse : 44,8 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 12,78 euros)

Motivation de la recommandation

Jeroen Van den Bossche, analyste chez KBC Securities :

« Nous pensons que Fagron est **actuellement fortement sous-évalué**. Cela dit, Fagron est une **entreprise générant de fortes liquidités** sur un marché mondial des préparations pharmaceutiques en pleine croissance. Nous prévoyons pour Fagron un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 9,4 % sur 5 ans, avec des marges EBITDA proches de 20 % sur cette période. L'investissement devrait principalement se concentrer sur la région de l'Amérique du Nord, où l'usine de Wichita devrait atteindre un chiffre d'affaires de 300 millions d'euros d'ici 2026.

Enfin, nous savons que le **marché des préparations pharmaceutiques est à l'abri des récessions**, ce qui renforce notre nomination du titre comme favori pour 2023. »

Activités commerciales

Fagron se compose de **3 piliers** : **Fagron Compounding Services, Brands et Essentials**. Celles-ci sont regroupées par région : **Europe, Amérique du Nord et Amérique latine**. En tant que **fournisseur pharmaceutique axé sur la recherche et le développement**, Fagron souhaite élargir le champ des soins pharmaceutiques spécifiques aux patients.

Forces

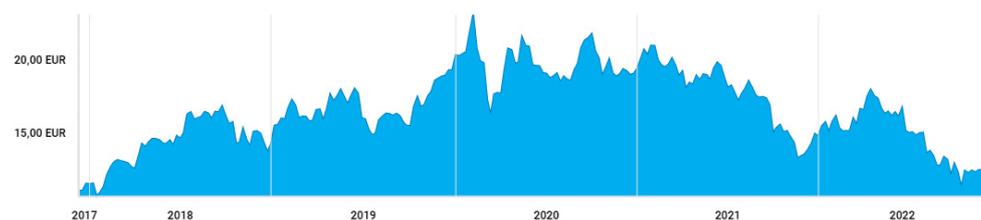
- Fagron est **le seul compoundeur pharmaceutique mondial** (fabriquant de préparations magistrales), ce qui lui confère une **position de force** pour négocier des prix intéressants pour les matières premières.
- La société a généré des **liquidités** à un rythme régulier, ce qui lui a permis de se développer par le biais d'une croissance organique et non organique. Nous prévoyons qu'environ 20 % de la croissance future proviendra de fusions et

d'acquisitions ciblées.

- Elle a une **très bonne connaissance de l'industrie des préparations pharmaceutiques**, ce qui permet de transférer des produits dans le monde entier (par exemple, de l'Amérique latine à l'Amérique du Nord).

Faiblesses

- Bien qu'il s'agisse d'un acteur mondial, **il fonctionne encore un peu trop comme 3 sociétés distinctes** (EMEA, LATAM et NA) et il y a encore **trop peu de synergie** entre les 3 zones géographiques.
- L'enregistrement éventuel de produits sur des marchés clés entraîne une **perte de revenus**, comme cela s'est produit par le passé aux Pays-Bas.
- Forte **dépendance** aux changements de réglementation, ce qui est particulièrement risqué en Amérique du Nord.



Kinopolis (ISIN : BE0974274061)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 68 euros

Potentiel de hausse : 75,3 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 38,78 euros)

Motivation de la recommandation

L'analyste de KBC Securities Guy Sips :

« En raison **du report de certains films** (Mission Impossible, Spider Man, Le Chat Potté, The Flash, Aquaman et le Royaume Perdu, Super Mario Bros., Shazam !, Salem), nous prévoyons une **fréquentation de 30,5 millions de visiteurs** pour 2022

(dont 9,4 millions au 4^{ème} trimestre grâce à des blockbusters comme Black Panther II et Avatar II). Cela représente 69 % à périmètre constant par rapport au nombre de visiteurs pré-corona et 75 % pour le quatrième trimestre 2022 (sans oublier que MJR a été acquis aux États-Unis au quatrième trimestre et qu'il apportera 3,5 millions de visiteurs supplémentaires en 2022, contre seulement 1,4 million au cours des dernières semaines du quatrième trimestre 2019). Néanmoins, nous nous attendons à ce que les **recettes par visiteur** (billets et ITS (boissons/snacks)) **restent élevées** au cours du 2^{ème} semestre 2022 et supérieures à celles de 2021. Au troisième trimestre de 2022, l'EBITDA et l'EBITDAL (EBITDA ajusté aux locations) étaient déjà positifs pour chaque mois.

Bien que la tendance des visiteurs post-Covid ait également évolué positivement d'un mois à l'autre, le récent report de différents films fait de Kinopolis « un restaurant sans contrôle sur le menu ». Néanmoins, nous apprécions la **génération de flux de trésorerie libre** de Kinopolis, qui **pourrait ouvrir la voie à de nouvelles acquisitions** dans les années à venir. En tant que l'un des meilleurs exploitants de cinémas au monde - si ce n'est le meilleur - Kinopolis sortira de la crise du Covid encore plus fort qu'avant.

Nous maintenons un **objectif de cours de 68 euros**, conformément à notre modèle d'actualisation des flux de trésorerie, et réitérons notre **recommandation « Acheter »** car, grâce à la mise en œuvre du plan Entrepreneurship & Star de Kinopolis, les résultats financiers et la solidité financière de Kinopolis vont continuer à se redresser.

Les blockbusters **continueront à jouer un rôle important dans la reprise de la fréquentation des salles de cinéma**. Avec un objectif de cours de 68 euros, le groupe Kinopolis se négocie à un PER estimé à 17,7 pour 2025, à un VE/Ventes de 2,9 et à un VE/EBITDA de 9,7. »

Activités commerciales

Au total, le groupe Kinopolis compte aujourd'hui **110 cinémas** dans son portefeuille **à travers le monde**, soit 1 125 écrans et près de 200 000 sièges. En Europe, Kinopolis Group compte 60 cinémas répartis en **Belgique**, aux **Pays-Bas**, en **France**, en **Espagne**, au **Luxembourg**, en **Suisse** et en **Pologne**. Depuis l'acquisition du groupe de cinéma canadien Landmark Cinemas et du groupe de cinéma américain MJR Digital Cinemas, Kinopolis possède également 40 complexes de cinéma au **Canada** et 10 aux **États-Unis**.

Forces

- Le **programme** du quatrième trimestre de 2022, en particulier, semble **prometteur** (le nouvel Avatar compris). Les blockbusters jouent un rôle important dans la reprise de la fréquentation des salles de cinéma. Kinopolis Group s'attend également à ce que des films moyens et locaux voient le

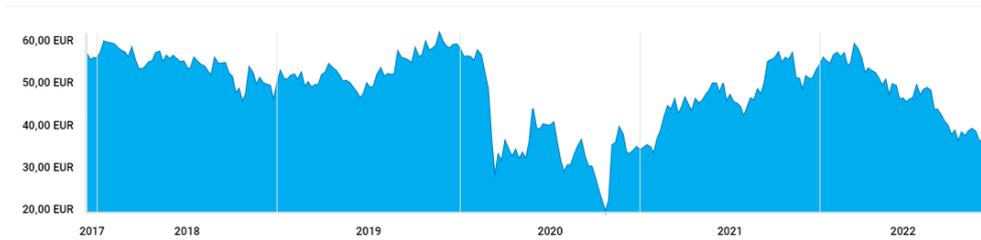
jour dans les mois à venir. Dans les mois à venir, nous attendons « Ticket to Paradise », « Black Panther : Wakanda Forever », « Enzo le Croco », « Le Chat Potté : la Dernière Quête », « Rebel », « Shazam ! La rage des dieux » et le très important « Avatar : la Voie de l'eau ».

- Il est positif que **le revenu moyen par visiteur** soit resté **élevé**, grâce à la forte demande d'expériences et de produits haut de gamme, de sorte que les revenus liés aux visiteurs se sont rétablis plus rapidement que le nombre de visiteurs.
- La mise en œuvre du plan Entrepreneurship a largement contribué au **redressement du résultat** d'exploitation et au **développement de l'offre de produits**. La solidité financière retrouvée permettra à Kinopolis de se concentrer davantage sur l'expansion externe et l'enrichissement de son offre.
- **La fréquentation** des salles de cinéma s'est progressivement redressée dans tous les pays au cours du premier semestre 2022, les pays qui étaient initialement à la traîne rattrapant désormais leur retard.
- L'**EBITDA** du premier semestre 2022 s'est élevé à 68,2 millions d'euros. Après ajustement du leasing, l'**EBITDAL** du premier semestre s'élève à 50,4 millions d'euros. Au premier semestre 22, l'**EBITDAL par visiteur** est passé de -10,97 euros à 3,68 euros.
- Kinopolis a nommé Jeroen Mouton comme **nouveau directeur financier**. Il était auparavant directeur financier de Roularta (pour Sioen, Electrawinds et Daikin Europe).

Faiblesses

- **L'activité immobilière peut diminuer** en raison des concessions de location accordées aux partenaires Horeca.
- **Éventuelles fermetures** temporaires après de nouveaux cas de Covid-19.
- Les blockbusters jouent un rôle important dans la reprise de la fréquentation des salles de cinéma. Kinopolis Group s'attend également à ce que les films moyens et locaux atteignent leur plein potentiel dans les mois à venir. **Cependant, il y a des périodes sans blockbusters et/ou contenu local.**
- Peuvent-ils continuer à s'appuyer sur la stratégie consistant à se concentrer sur la « premiumisation » de l'expérience client qui a été une réussite jusqu'à présent et qui, avec la réalisation du plan Entrepreneurship, a fortement contribué au redressement du bénéfice d'exploitation de Kinopolis ?

- La **dette nette** en glissement annuel sera affectée par l'augmentation du fonds de roulement.



Materialise (ISIN : US57667T1007)

Recommandation KBC Securities : « Acheter »

Objectif de cours : 20 dollars

Potentiel de hausse : 106 %

(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 9,71 dollars)

Motivation de la recommandation

« Nous défendons **Materialise en tant que fournisseur de solutions logicielles Additive Manufacturing (AM) et de services avancés d'impression 3D** dans un large éventail de secteurs, notamment les soins de santé, l'automobile, l'aérospatiale, l'art et le design et les produits de consommation. Materialise joue un rôle actif dans l'AM depuis 1990 grâce à son implication dans l'AM pour les applications industrielles et médicales.

La croissance du chiffre d'affaires enregistrée par chacun de ses segments au cours des neuf premiers mois de cette année renforce la confiance de Materialise dans le fait que ses **revenus pour 2022 seront au moins 10 % plus élevés d'une année à l'autre**. Bien que l'inflation et la pression sur le marché du travail, qui sont plus fortes et plus persistantes que ce que Materialise prévoyait au début 2022, pèsent sur leurs résultats, l'entreprise continue à **investir prudemment dans des entreprises en croissance soigneusement sélectionnées**. En conséquence, ils continuent de s'attendre à ce que leur EBITDA pour 2022 se situe entre 20 et 25 millions d'euros. »

Activités commerciales

La société Materialise, **spécialiste de l'impression 3D** et basée à Louvain, a utilisé le produit de son introduction en bourse, entre autres, pour augmenter sa

capacité d'impression 3D. Materialise veut **pénétrer de plus en plus de secteurs**. Aujourd'hui, ils sont bien positionnés dans les secteurs de la **conception médicale, automobile** et des « **wearables** » (montures de lunettes, chaussures, bijoux).

Forces

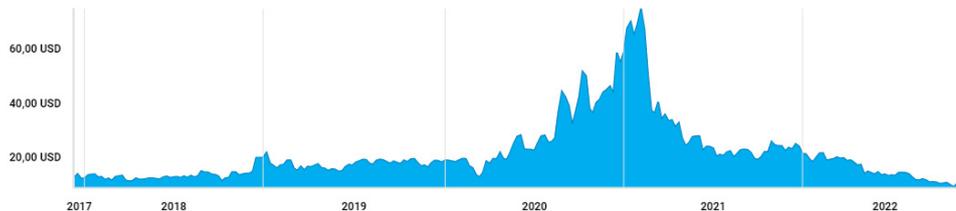
- Dans le domaine des logiciels, Materialise vise à **maintenir sa position de leader** sur le marché existant des bureaux de services et à renforcer sa position sur le marché croissant de la fabrication de produits finis, à la fois par l'innovation et par des partenariats stratégiques.
- Dans le secteur médical, Materialise a pour objectif de **continuer à occuper le marché hospitalier** avec ses outils logiciels tout en conduisant la prochaine phase d'innovation sur les marchés de l'orthopédie, de la FMC et du cardiovasculaire.
- Dans le segment Materialise Manufacturing, Materialise **se concentrera de plus en plus sur les pièces complexes et uniques** de manière générale et sur la croissance de ses initiatives en matière de *wearables* et d'aérospatiale en particulier.
- À la fin du troisième trimestre 2022, Materialise disposait de 168,1 millions d'euros de **liquidités** (contre 196 millions d'euros à la fin 2021). La dette brute s'élevant à 90,5 millions d'euros (99,1 millions d'euros à la fin de 2021), la position de **trésorerie nette** était de 77,7 millions d'euros, soit une diminution de 19,3 millions d'euros, effet de l'acquisition de Link3D inclus.
- Nikon envisage d'acquérir SLM Solutions.

Faiblesses

- Materialise pourrait **ne pas être en mesure de maintenir sa part de marché**.
- **Risques** provenant de mauvaises alliances stratégiques.
- **Concurrence** existante et accrue.
- **Perturbation du fonctionnement** des centres agréés.
- La **concentration des clients** dans le segment médical.
- Bien que Materialise ait une présence matérielle importante en Ukraine (estimation KBCS : +/- 430 ingénieurs R&D en logiciels), Materialise n'y réalise pas de ventes significatives et n'aura pas d'impact sur les fondamentaux de son

modèle commercial global.

- Récemment (depuis le 2T22), l'inflation et, en particulier, l'**augmentation des coûts de main-d'œuvre**.



TINC (ISIN : BE0974282148)

Recommandation KBC Securities : « Accumuler »

Objectif de cours : 14 euros

Potentiel de hausse : 14,8 %
(par rapport au cours de clôture du 9/12/22 : 12,2 euros)

Motivation de la recommandation

L'analyste Sharad Kumar SP commente :

« Malgré un **potentiel de hausse limité** par rapport à notre objectif de cours et à notre **recommandation « Accumuler »**, nous avons ajouté TINC à la sélection Bolero Benelux en tant que candidat **à la surperformance relative par rapport à nos indices de référence** (Bel20, AEX et Eurostoxx). Le titre a remarquablement résisté aux turbulences du marché au premier trimestre 2022 et devrait répéter cette performance si et quand les marchés chercheront un nouveau plancher.

TINC peut **accélérer** sa **croissance** car les investissements dans les infrastructures figurent parmi les priorités des gouvernements qui ont épuisé leurs réserves financières en raison de la pandémie et du conflit en Ukraine. La **transition énergétique**, en particulier, est devenue **de plus en plus urgente**, non seulement pour sauver la planète mais aussi pour briser notre dépendance au pétrole et au gaz russes. La plupart des participations de TINC contribuent positivement à une société meilleure (ODD de l'ONU). TINC a établi **une feuille de route ESG** et pourrait éventuellement envisager d'émettre une obligation verte.

L'approche d'investissement de TINC s'inspire de **quatre tendances sociétales clés** : un monde à faibles émissions de carbone, la numérisation, une meilleure façon de

construire et les soins et le bien-être. La catégorie des actifs d'infrastructure est protégée par des barrières à l'entrée, telles que la complexité de la participation à des projets publics-privés ou de leur financement.

TINC devrait **verser un dividende stable**, en augmentation d'année en année et largement couvert contre l'inflation galopante actuelle. Nous pensons qu'une prime de 5 % par rapport à la valeur nette d'inventaire est justifiée, car TINC **dispose d'un avantage concurrentiel par rapport aux nouveaux entrants sur le marché**.

Nous réitérons donc notre **recommandation « Accumuler »** et notre **objectif de cours de 14 euros**. »

Activités commerciales

TINC est une **société d'investissement en infrastructure active pour l'investisseur défensif**. L'entreprise vise à verser des dividendes annuels qui augmentent avec l'inflation. Pour ce faire, TINC investit principalement dans des actifs infrastructurels matures et opérationnels, avec des flux de trésorerie longs et prévisibles. Actuellement, **le portefeuille se compose de partenariats public-privé, d'énergies renouvelables et d'infrastructures axées sur la demande, en Belgique, aux Pays-Bas et en Irlande**.

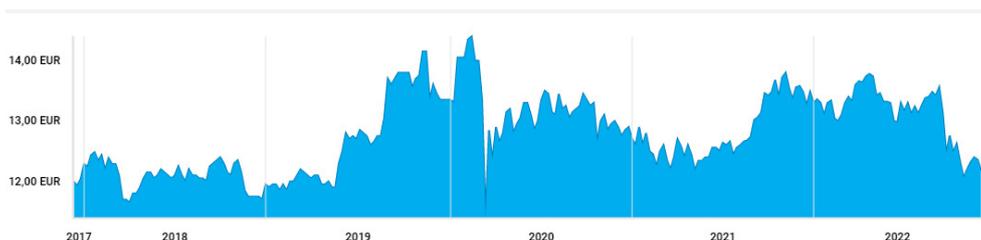
Forces

- La dépense de liquidités dilutives peut **augmenter le bénéfice net** et **la capacité à distribuer des dividendes**.
- Une demande d'énergie supérieure à celle prévue au budget entraîne une **augmentation des recettes**.
- L'entrée dans les pays voisins pourrait accroître la **diversification géographique**.
- Les moteurs de l'investissement dans les infrastructures, tels que le changement climatique, les finances publiques en difficulté et l'évolution vers des modèles économiques plus légers en termes d'actifs, peuvent **faire croître la demande d'investissement privé dans les infrastructures**.

Faiblesses

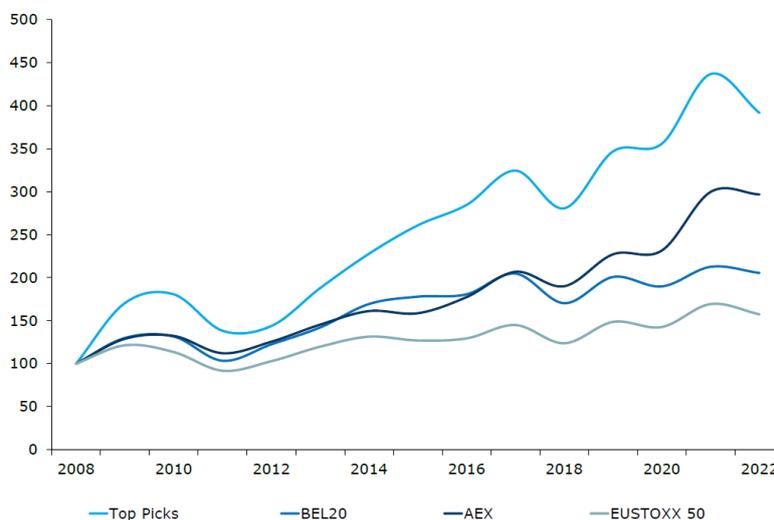
- Une **concurrence** accrue peut exercer une pression sur les rendements et entraîner une raréfaction des possibilités d'investissement.
- La **hausse des taux d'intérêt** peut entraîner une augmentation des taux d'actualisation qui aura un impact négatif sur la valeur nette d'inventaire de TINC.

- Des **changements dans la réglementation** peuvent avoir un impact négatif sur le modèle de revenus.
- **Ventes** d'énergie et liées à la demande **inférieures aux prévisions budgétaires**.
- **La révision de la neutralité de l'ESR** (ndlr. *Effort Sharing Regulation*) peut avoir un impact sur la filière des partenariats public-privé.



Rétrospective

Cela fait maintenant de nombreuses années que les analystes de KBC Securities publient leur liste de favoris pour l'année à venir. Année après année, leur sélection surperforme l'indice Bel20, l'AEX et l'Eurostoxx 50.



Suivez chaque mois les mises à jour de la nouvelle [Sélection Benelux Bolero](#) dans le [Centre d'Idées](#) de la [plateforme Bolero](#), ou inscrivez-vous aux Topics FR dans les réglages (sous l'onglet Newsletters) pour les recevoir directement dans votre boîte mail !

Des suggestions ? Faites-en part à marketing@bolero.be.

Mentions légales

La présente publication de KBC Bank SA (Bolero) est fournie à titre d'information uniquement et ne constitue pas un conseil d'investissement spécifique et personnel, ni une offre ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des produits financiers qui y sont mentionnés, ni une recherche d'investissement indépendante.

Le service fourni par Bolero n'est pas basé sur des conseils d'investissement. Bolero est la plateforme d'exécution d'ordres de KBC Bank SA par laquelle les transactions sur des produits financiers « non complexes » (au sens de MiFID II) sont effectuées sur la base d'une « simple exécution (*execution only*) ». Bolero n'effectue pas de « test de connaissances » pour les transactions portant sur des produits financiers non complexes. L'investisseur qui fait appel à ce service ne bénéficie donc pas de la protection des règles de conduite applicables. Les transactions portant sur des produits financiers « complexes » (au sens de la directive MiFID II) ne peuvent être effectuées qu'après un test de connaissances d'adéquation réussi. Les transactions par l'intermédiaire de Bolero se font toujours à l'initiative de l'investisseur.

Lors de l'exécution et/ou de la transmission des transactions de l'investisseur, Bolero ne tient pas compte des aspects fiscaux, juridiques ou comptables liés à ces transactions, ne fournit pas de conseils relatifs à ces aspects et ne peut donc pas en être tenu responsable.

Investir dans des produits financiers comporte des risques. Les investisseurs doivent être en mesure de supporter le risque économique d'un investissement et de perdre tout ou partie du capital investi.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent être publiées, réécrites ou republiées sous quelque forme que ce soit.

Cette analyse est basée sur une publication de KBC Securities, réglementé par le régulateur financier belge FSMA. De plus amples informations sur la publication originale sont disponibles sur [le site web de KBC Securities](#) et/ou [la Documentation relative aux investissements de KBC](#). Le responsable du résumé est mentionné sur la couverture de ce dossier. Cette personne est régie par la FSMA et déclare ne pas détenir d'instruments financiers de la société dont il est question.