



Bolero



Avril 2023

## MISE À JOUR Sélection Benelux Bolero - Azelis est ajouté

### Motivation

L'analyste Thibault Leneeuw motive l'entrée d'Azelis dans la Sélection : « Aujourd'hui, nous ajoutons Azelis à la Sélection Benelux Bolero en **raison de la récente pression négative sur le cours de l'action, alors que le modèle d'entreprise est toujours résistant en période de turbulences** et croît de manière significative dans des conditions normales. Nous considérons la **vente de l'un de ses actionnaires comme un point d'entrée intéressant**. L'offre de l'actionnaire PSP Investment Holding Europe à 21,75 euros par action (décote de 7,5 %) est inférieure à nos attentes. Néanmoins, le flottant (c'est-à-dire le *nombre d'actions librement négociables en bourse*) augmente sensiblement, ce dont l'action devrait bénéficier à long terme.

En outre, le placement **n'affecte pas notre analyse de rentabilité**. Azelis et le secteur de la distribution de produits chimiques spécialisés ont relativement bien résisté en 2009 et 2020 avec seulement (-4 %) et (-1 %) de croissance, respectivement. Azelis a même réalisé une croissance organique de 0,2 % en 2020. Au cours des deux prochaines années, nous prévoyons une croissance organique de seulement 1,8 % (2023) et 0,4 % (2024), soutenue par de nouveaux mandats (environ 1 à 2 %) et une augmentation de l'offre de produits dans les sociétés précédemment acquises, partiellement compensée par une baisse de la demande due à des niveaux de stocks plus élevés. En outre, les acquisitions passées auront un impact positif d'environ 7,3 % sur le chiffre d'affaires en 2023, tandis que les nouvelles acquisitions devraient générer une croissance du chiffre d'affaires d'environ 5 %.

Avec des réductions de la marge EBITA de 69 points de base (2023) et de 130 points de base (2024) par rapport à 2022, nous considérons qu'il y a une **pression sur les marges**. Tous ces éléments se traduisent par une **surperformance potentielle à court terme**.

À long terme, nous voyons **plusieurs moteurs** pour l'action tels que : le pouvoir de fixation des prix, la consolidation du marché, les améliorations dans la chaîne de valeur latérale, la numérisation, l'externalisation, l'augmentation de la réglementation et la demande de produits durables.

Nous émettons donc une **recommandation « Acheter » et un objectif de cours de 30 euros.** »

**Code ISIN :** BE0974400328

**Recommandation :** « Acheter » (dernière mise à jour : 16/03/2023)

**Objectif de cours :** 30 euros (dernière mise à jour : 16/03/2023)

**Cours actuel :** 21,88 euros (cours de clôture 05/04/2023)

**Potentiel de hausse :** 37,11 %

### Description des activités

Azelis est un acteur majeur du marché de la **distribution de produits chimiques spécialisés**, opérant dans les domaines des sciences de la vie et de la chimie industrielle. Azelis a un rôle d'**intermédiaire entre les grands fournisseurs de produits chimiques et les PME, et rationalise le processus d'approvisionnement**. Outre la distribution, le marketing et la vente, Azelis propose une large gamme de services à valeur ajoutée tels que la formulation, l'emballage, le mélange et le soutien au niveau de la réglementation. Azelis offre à ses clients un large portefeuille de produits et un service complet...

### Opportunités et forces

- Pas de déclencheurs spéciaux à court terme. Azelis devra être constante dans le dépassement des attentes pour que le prix de l'action augmente.

### Risques pour l'investissement case

- Les multiples d'évaluation d'Azelis sont supérieurs à la moyenne. Des taux d'intérêt élevés et une récession pourraient réduire la croissance et exercer une pression sur le titre.
- Effet indirect des prix élevés du gaz naturel.
- Poursuite du ralentissement économique.



Source : KBC Securities NV, Thibault Leneeuw (Analyste Financier)

## MISE À JOUR Sélection Benelux Bolero - Ahold Delhaize retiré

### Motivation

L'analyste Michiel Declercq explique : « Ahold Delhaize fait partie de la sélection Bolero Benelux depuis février 2020. Depuis cet ajout, **le cours de l'action Ahold Delhaize a augmenté de 43 % et même de 56 % en incluant les dividendes**. La bonne performance du titre s'explique par le momentum positif amené par le Covid en 2020 et 2021, suivie d'une répercussion réussie de l'inflation en 2022. Une tendance qui devrait par ailleurs se poursuivre en 2023. Combinée à des programmes de réduction des coûts, cette évolution a permis de maintenir les marges à un niveau élevé, entraînant une croissance des bénéfices de 50 % entre 2019 et 2022.

Bien que nous nous attendions à une nouvelle année forte pour Ahold Delhaize en 2023, suite au programme « Saving for our customers » en cours (y compris la vente des magasins Delhaize belges), nous pensons que la **plupart des nouvelles positives ont maintenant été intégrées dans le prix**.

Compte tenu du **potentiel de hausse limité par rapport à notre objectif de cours de 33 euros**, nous décidons aujourd'hui de retirer Ahold Delhaize de la Sélection Benelux Bolero. Nous maintenons néanmoins notre recommandation « Acheter ». »



Source : KBC Securities NV, Michiel Declercq (Analyste Financier)

## MISE À JOUR Sélection Benelux Bolero - avril 2023

### DYNAMIC TOP PICK LIST OF 6 APRIL 2023

Name	Sector	TP	Rating	Upside	Market Cap	Analyst	Performance*
							*since in
<b>&gt; € 1.5bn</b>							
Ackermans & v H	Construction & Engineering	€ 188.0	Buy	23.5%	€ 5,098	Sharad Kumar SP	-0.7%
Adyen	IT Services	€ 101.0	Buy	40.3%	€ 44,201	Thomas Couvreur	2.4%
Aedifica	Real Estate	€ 101.0	Buy	40.6%	€ 2,864	Lynn Hautekeete	-6.9%
Ageas	Insurance	€ 50.0	Buy	26.6%	€ 7,491	Thomas Couvreur	-21.9%
Argenx	Biotech	€ 400.0	Buy	16.3%	€ 19,142	Thomas Vranken	-6.4%
Azelis	Chemicals	€ 30.0	Buy	37.1%	€ 5,117	Thibault Leneeuw	NEW
Bekaert	Metals & Mining	€ 47.0	Buy	15.8%	€ 2,313	Wim Hoste	47.6%
D'teren	Distributors	€ 205.0	Buy	19.0%	€ 9,523	Michiel Declercq	180.0%
TKH Group	Electrical Equipment	€ 56.5	Buy	26.7%	€ 1,883	Thibault Leneeuw	20.9%
UCB	Pharmaceuticals	€ 110.0	Buy	28.9%	€ 16,603	Jeroen Van den Bossche	12.0%
Umicore	Chemicals	€ 54.0	Buy	82.2%	€ 7,301	Wim Hoste	-31.4%
VGP	Real Estate	€ 140.0	Buy	71.8%	€ 2,224	Wim Lewi	12.3%
<b>&lt; € 1.5bn</b>							
Fagron	Health Care Providers	€ 18.5	Buy	15.7%	€ 1,167	Jeroen Van den Bossche	24.9%
Materialise	3D Printing software	\$16.0	Buy	105.1%	€ 422	Guy Sips	-67.6%
Ontex	Personal Products	€ 12.0	Buy	73.4%	€ 570	Wim Hoste	-4.6%
TINC	Capital Markets	€ 14.0	Accumulate	16.7%	€ 436	Sharad Kumar SP	-11.6%

## Exmar

Exmar NV (« Exmar ») (Euronext Brussels : EXM) a été informée par Saverex NV (« Saverex ») que Saverex a l'intention de lancer une **offre publique d'achat volontaire et conditionnelle** sur toutes les actions et options sur actions émises par Exmar qui ne sont pas déjà détenues par elle ou par des personnes qui lui sont liées (l'« Offre »). L'Offre se ferait au prix de 12,10 euros par action et serait payée en espèces.

Étant donné que KBC Securities Corporate Finance guide la transaction, **l'équipe d'analystes de KBC Securities a suspendu sa recommandation et son objectif de cours. Par conséquent, Exmar ne fait plus partie de la Sélection Benelux Bolero.**

## Performance

Depuis l'annonce de la Sélection 2023 (le 8 décembre 2022), la **Sélection Benelux Bolero a augmenté de 6,4 %**, surperformant les indices concernés (BEL 20, AEX & EuroStoxx50) de 1 % en moyenne. Depuis notre dernière mise à jour (le 2 mars 2023), la performance est restée stable.

Les valeurs les plus performantes depuis le début du mois de mars sont **Exmar (+40,1 %)**, **Ahold Delhaize (+8,5 %)** et **Adyen (+7,5 %)**, tandis que les valeurs les moins performantes sont **Ontex (-11,2 %)**, **Materialise (-9,0 %)** et **Aedifica (-8,1 %)**.

PREVIOUS PERIOD			
TOP PICKS	START	END	% CHANGE
Ackermans & Van Haaren	160.20	152.20	-5.0%
Adyen	1326.20	1425.80	7.5%
Aedifica	78.20	71.85	-8.1%
Ageas	42.70	39.48	-7.5%
Ahold Delhaize	29.40	31.91	8.5%
Argenx	348.40	343.80	-1.3%
Bekaert	44.00	40.58	-7.8%
D'leteren	184.90	172.20	-6.9%
Exmar	8.31	11.64	40.1%
Fagron	15.12	15.99	5.8%
Materialise	8.57	7.78	-9.2%
Ontex	7.79	6.92	-11.2%
TINC	12.24	12.00	-2.0%
TKH Group	44.06	44.60	1.2%
UCB	80.54	85.36	6.0%
Umicore	31.80	29.63	-6.8%
VGP	83.20	81.50	-2.0%
<b>Average</b>			<b>0.1%</b>
AEX	749.38	755.76	0.9%
<b>vs. AEX</b>			<b>-0.8%</b>
Bel20	3879.87	3769.75	-2.8%
<b>vs. Bel20</b>			<b>2.9%</b>
EuroStoxx50	4215.75	4298.36	2.0%
<b>vs. EuroStoxx50</b>			<b>-1.9%</b>

## CAP DE MARCHÉ > 1 milliard d'euros

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

**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 188,00 euros**

**Potentiel de hausse : 23,52 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 152,2 euros)**

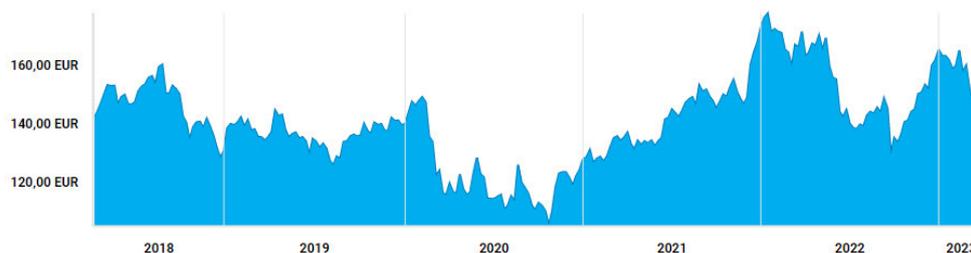
Sharad Kumar SP, analyste chez KBC Securities : « En 2022, les sociétés du portefeuille d'AvH ont réalisé des performances supérieures aux prévisions et le groupe a enregistré un bénéfice record de 708,7 millions d'euros, principalement grâce à d'importantes plus-values sur la vente de Manuchar et Anima (334,1 millions d'euros ensemble).

Étant donné que DEME et CFE ont confirmé leurs prévisions de bénéfices légèrement inférieurs pour 2023, que CFE a fortement rebondi après avoir dépassé les attentes du marché au premier semestre 2022, et que la division banque privée a bénéficié des taux d'intérêt plus élevés et a pu attirer davantage d'AUM (*ndlr. actifs sous gestion*) malgré la faible confiance des investisseurs, compensant ainsi entièrement l'impact négatif du marché en 2022, nous pensons qu'AvH est bien positionné pour naviguer à travers un exercice 2023 incertain.

Bien que la résilience du portefeuille d'AvH sera mise à l'épreuve au cours des prochains trimestres, nous pensons que les sociétés du portefeuille disposent d'un « moat » (*ndlr. un avantage concurrentiel unique*) dans leurs secteurs respectifs et ne seront donc pas gravement affectées par les tendances générales du marché.

Même si les marchés boursiers sont prudents en raison des craintes d'une récession induite par une hausse des taux d'intérêt, de l'incertitude liée à l'inflation et des tensions géopolitiques actuelles en Europe, nous pensons que le portefeuille d'AvH est robuste et résilient et qu'il aidera la direction à naviguer à travers une éventuelle récession en 2023, tandis que le programme de rachat d'actions en cours de 70,0 millions d'euros apportera un soutien supplémentaire.

Nous réitérons donc notre recommandation « Acheter » et notre objectif de cours de 188 euros. »



### Adyen (ISIN : NL0012969182)

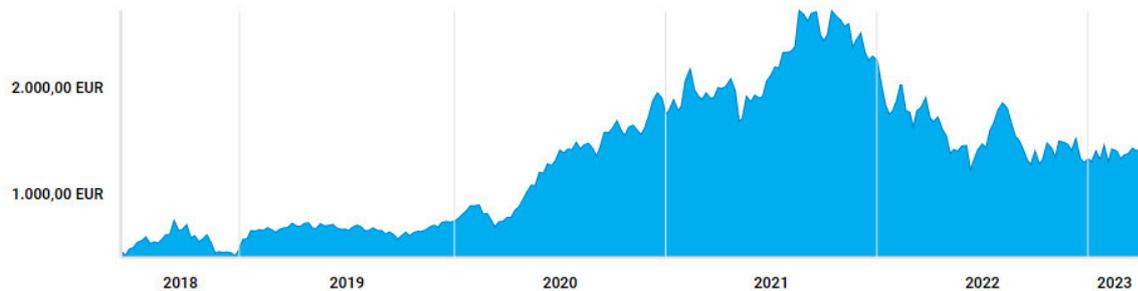
**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 2 000 euros**

**Potentiel de hausse : 40,3 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 1 425,8 euros)**

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. »



### Aedifica (ISIN : BE0003851681)

**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 101,00 euros**

**Potentiel de hausse : 40,57 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 71,85 euros)**

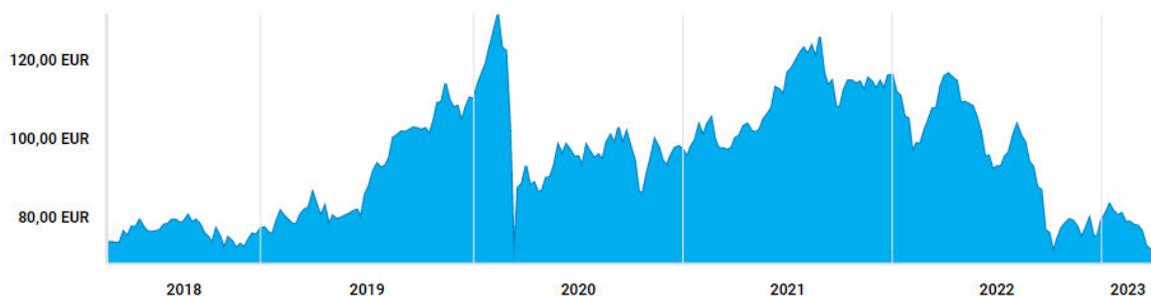
Lynn Hautekeete, analyste chez KBC Securities : « Nous mettons Aedifica en avant pour 2023 car la récente faiblesse du cours du titre conduit à une **valorisation attractive**, même si les **perspectives à court terme sont plus négatives**.

L'environnement plus difficile se reflète dans nos prévisions d'investissement pour 2023 et 2024 et dans une augmentation des coûts d'intérêt moyens à 2,2 % d'ici la fin de 2023 et 2,4 % d'ici la fin 2025. **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 4,5 %**, soit environ 1,5 % de plus que la moyenne historique sur 5 et 10 ans.

Aedifica se négocie actuellement au niveau du 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 0,40 % en 2023. 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 101 euros. »



## Ageas (ISIN : BE0974264930)

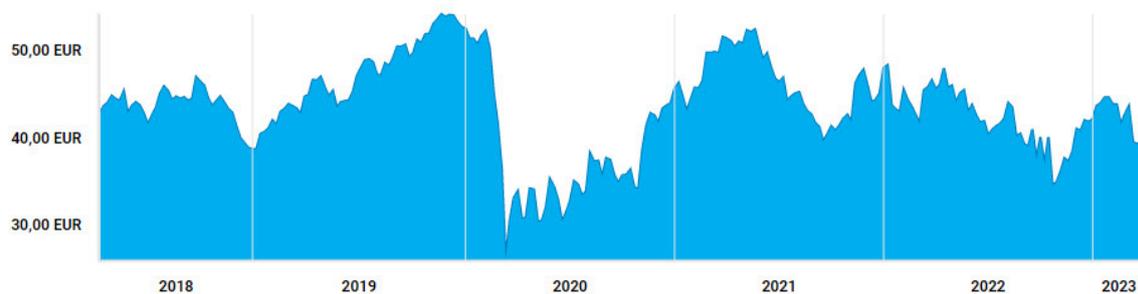
**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 50,0 euros**

**Potentiel de hausse : 26,65 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 39,48 euros)**

L'analyste Thomas Couvreur motive son choix : « Ageas a réalisé **des performances plus faibles que prévu** au second semestre 2022, les vents contraires sur le marché chinois ayant été beaucoup plus forts que nous l'avions anticipé. Cela a abouti à **une dépréciation de 175 millions d'euros** au troisième trimestre et à une révision à la baisse des perspectives pour l'exercice.

Depuis début novembre, l'assouplissement de certaines des strictes restrictions Covid a donné un peu d'air aux marchés : les marchés d'actions chinois se sont redressés de près de 20 % et le rendement chinois à 10 ans est passé de 2,65 % à 2,95 % (alors que l'objectif d'Ageas était de 2,7 %-2,8 %).

**Une poursuite de la reprise en Chine aurait un impact positif** sur le sentiment d'Ageas et lui permettrait de récupérer une partie des pertes non réalisées enregistrées au troisième trimestre et **de lever une partie de l'incertitude entourant Fosun.** »

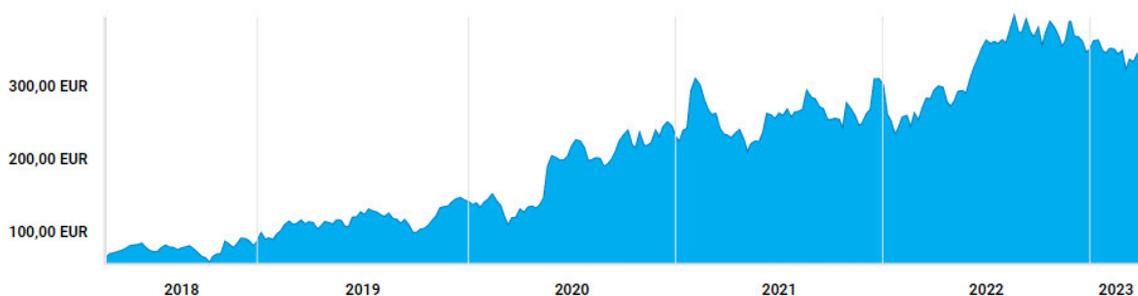


## Argenx (ISIN : NL0010832176)

**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 400,00 euros**

**Potentiel de hausse : 16,35 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 343,8 euros)**

Thomas Vranken, analyste de KBC Securities : « **Le lancement commercial du premier produit d'argenx, Vyvgart, 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, ce qui ouvrent les portes **vers davantage de création de valeur sur le long terme.** »

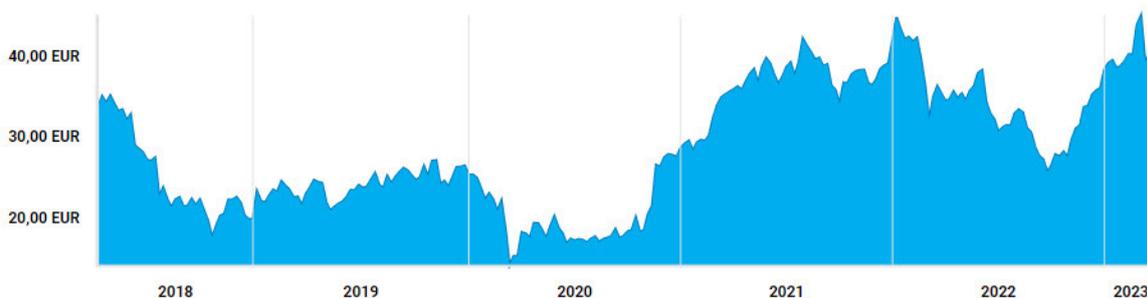


**Bekaert (ISIN : BE0974258874)****KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 47,00 euros****Potentiel de hausse : 15,82 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 40,58 euros)**

Wim Hoste, analyste KBC Securities, explique : « 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**.

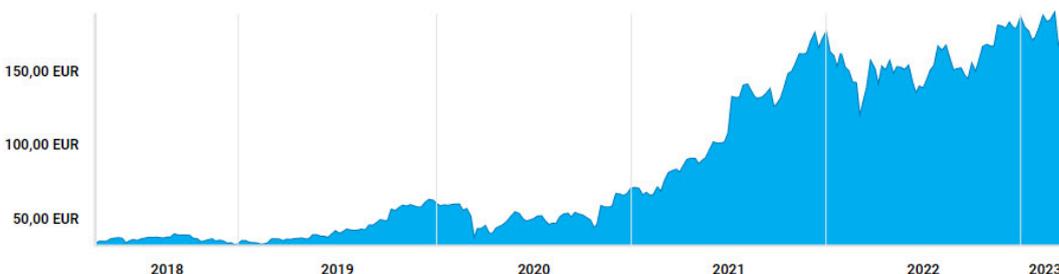
Compte tenu de ces rendements attrayants des flux de trésorerie disponibles et d'autres paramètres de valorisation, nous reprenons Bekaert dans la Sélection Bolero Benelux. »

**D'Ieteren (ISIN : BE0974259880)****KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 205,00 euros****Potentiel de hausse : 19,05 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 172,2 euros)**

Michiel Declercq, analyste chez KBC Securities, donne sa motivation : « Belron, le joyau de D'Ieteren, **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'Ieteren Auto, les **immatriculations de voitures belges restent faibles**. Cependant, la priorité étant donnée aux voitures haut de gamme, les marges augmenteront 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**. »



## Groupe TKH (ISIN : NL0000852523)

**KBC Securities : recommandation « Acheter » et objectif de cours de 56,50 euros**  
**Potentiel de hausse : 26,68 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 44,6 euros)**

L'analyste Thibault Leneeuw motive cette sélection : « Avec ses systèmes de vision et de connectivité intelligents, TKH dispose de deux segments d'activité bien positionnés pour sa croissance.

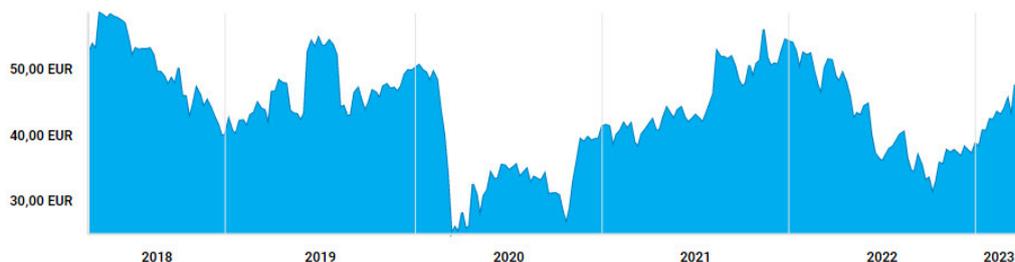
Pour les **systèmes de vision intelligents**, les principaux moteurs de la demande sont la **forte demande d'automatisation des entreprises** en raison du mouvement vers l'industrie 4.0 et la **fabrication « Hands off - Eyes off »**, en particulier lorsque vous tenez compte de la rareté et des coûts élevés de la main-d'œuvre. En outre, l'automatisation permet d'améliorer la productivité et la qualité. Le segment bénéficie également de la **demande accrue de produits basés sur l'IoT** (*ndlr. IoT signifie Internet of Things – Internet des objets*). En outre, la demande de caméras de **sécurité est en forte hausse**. Tous ces facteurs sont à l'origine de la **forte croissance du segment de la vision intelligente**.

Depuis la baisse du chiffre d'affaires en 2020, le marché est **excessivement prudent en ce qui concerne l'activité de fabrication intelligente (smart manufacturing) de TKH**. Dans ce segment, la **fabrication de pneus** est le principal moteur (plus de 70 % des recettes). La dynamique actuelle des dépenses d'investissement chez les fabricants de pneus diffère considérablement de celle de 2020. En outre, le segment bénéficie de la délocalisation et des exigences accrues en matière de flexibilité.

En ce qui concerne les systèmes de connectivité intelligente, la **transition énergétique** fera croître l'activité de connectivité sous-marine de TKH, tandis que les dépenses d'investissement élevées dans la fibre optique feront croître leur activité de connectivité numérique.

Outre la forte croissance, les marges sont faciles à améliorer grâce à l'effet de levier opérationnel, aux innovations et aux cessions. Tout cela en prenant en compte le fait que les revenus devraient augmenter d'environ 15 % en raison de l'entrée en service d'installations de production supplémentaires au cours des 12 prochains mois.

Dans l'ensemble, nous voyons une **croissance significative, des améliorations des marges et un important potentiel de hausse** par rapport à la valorisation actuelle de TKH Group. Par conséquent, nous émettons une **recommandation « Acheter » et un objectif de cours de 56,50 euros.** »



## UCB (ISIN : BE0003739530)

**KBC Securities : recommandation « Acheter », objectif de cours de 110,00 euros**  
**Potentiel de hausse : 28,87 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 85,36 euros)**

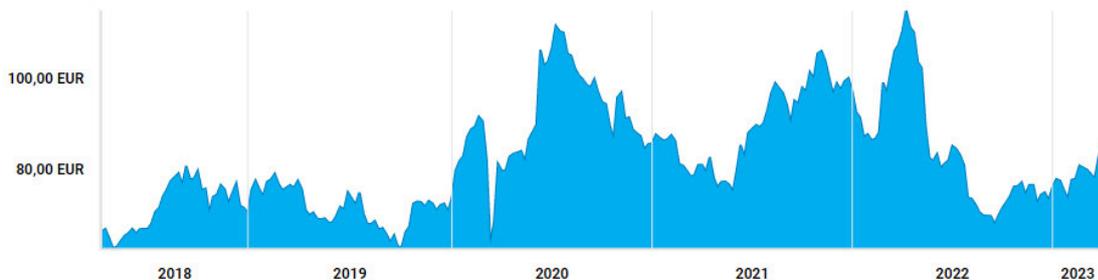
L'analyste Jeroen Van den Bossche explique : « Les investisseurs attendent toujours l'**approbation probable du bimekuzimab aux États-Unis**. Cette situation, combinée aux prochaines dates d'expiration des brevets des produits vedettes Vimpat et Cimzia, fait de 2023 une **année de transition pour UCB**.

Toutefois, cette baisse de prix est une excellente occasion d'acquérir un **titre pharmaceutique défensif mais sous-évalué, et ce pour plusieurs raisons** :

- Tout d'abord, comme pour le **Cimzia**, les biosimilaires arriveront sur le marché au plus tôt en 2026 (probablement 2027), retardant l'impact de l'expiration du brevet d'au moins deux ans, car il reste le seul

inhibiteur du TNFa avec un profil de sécurité prouvé chez les femmes en âge de procréer. Cimzia a déjà atteint l'objectif de 2 milliards d'euros de recettes d'ici 2022 ;

- Deuxièmement, en ce qui concerne **Bimzelx**, nous pensons que les commentaires du CRL seront résolus car il s'agit d'un problème de fabrication et non d'un problème liée au produit ou à la sécurité. Avec une activité supérieure dans le PsO (psoriasis), où nous pensons que seul le Skirizi d'AbbVie sera un concurrent, nous considérons que l'approbation aux États-Unis est extrêmement probable en raison de la performance de bime dans l'arthrite psoriasique chez les patients qui ne répondent pas au TNFa. »



### Umicore (ISIN : BE0974320526)

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

**Potentiel de hausse : 82,35 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 29,63 euros)**

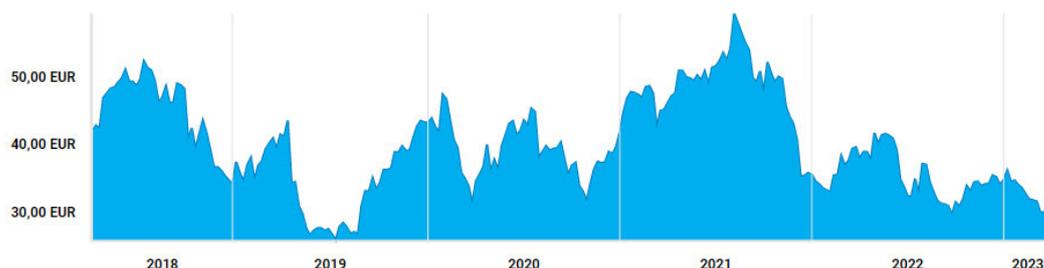
Wim Hoste, analyste de KBC Securities : « **L'électrification des véhicules** n'en est qu'à ses débuts, avec seulement 10 % de voitures électriques vendues sur le total des voitures neuves en 2021, et devrait être **un moteur de croissance clé pour Umicore** au cours de la prochaine décennie.

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 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. »



**VGP (ISIN : BE0003878957)**

**KBC Securities : recommandation « Acheter » - objectif de cours de 140 euros**

**Potentiel de hausse : 71,78 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 81,5 euros)**

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.

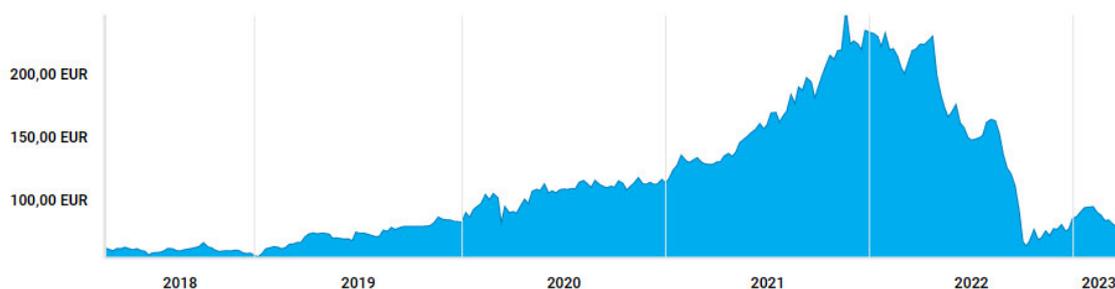
Toutefois, nous n'avons pas assisté à des ventes « paniques » d'actifs immobiliers comme au lendemain de la crise financière de 2009-2010 et la **demande d'entreposage reste robuste** dans la plupart des régions, y compris sur le marché allemand, leur marché d'origine.

**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). »



## CAP DE MARCHÉ < 1 milliard d'euros

### Fagron (ISIN : BE0003874915)

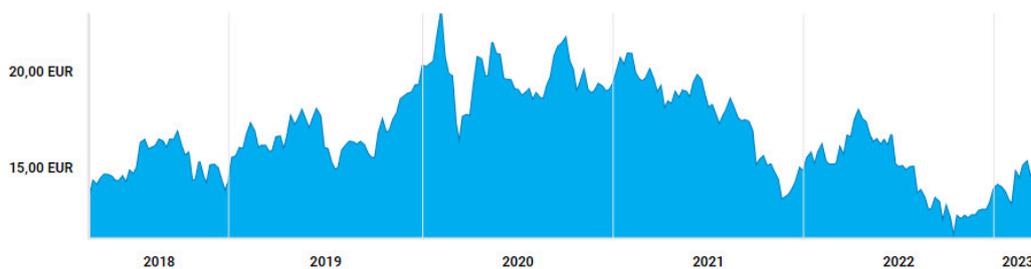
**KBC Securities : recommandation « Acheter » - objectif de cours de 18,50 euros**

**Potentiel de hausse : 15,7 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 15,99 euros)**

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 dans la Sélection Bolero Benelux. »



### Materialise (ISIN : US57667T1007)

**KBC Securities : recommandation « Acheter » - objectif de cours de 16 dollars**

**Potentiel de hausse : 105,1 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 7,8 dollars)**

L'analyste Guy Sips : « Au milieu des turbulences macroéconomiques et géopolitiques de 2022, Materialise a **donné la priorité à la durabilité de la croissance de ses revenus plutôt qu'à la maximisation des profits à court terme**. En 2022, Materialise a augmenté ses revenus de 13 % en glissement annuel et les revenus différés ont augmenté de plus de 20 %. De plus, Materialise a continué à investir stratégiquement dans ses divisions de croissance malgré des pressions inflationnistes importantes sur les coûts de la main-d'œuvre, de l'énergie et des matériaux, et a accéléré la consolidation avec Link3D et Identify3D, comme base des futurs revenus récurrents du cloud.

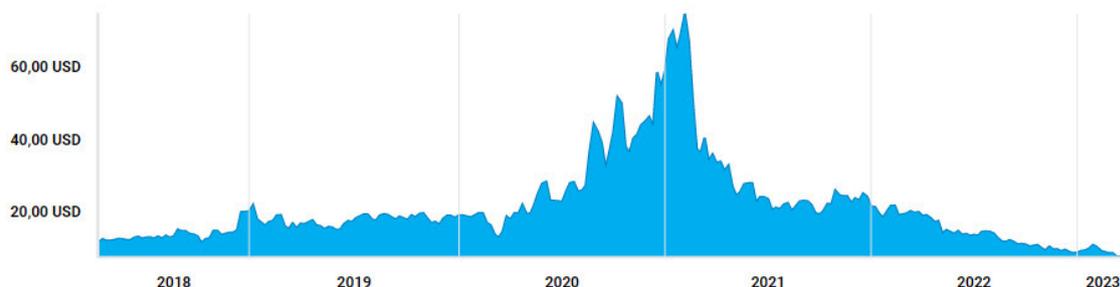
**Ces coûts supplémentaires**, en plus de certains éléments ponctuels, ont **pesé sur la rentabilité globale de Materialise** en 2022, l'EBITDA ajusté tombant à 19 millions d'euros (la direction avait supposé une fourchette de 20-25 millions d'euros).

Materialise prévoit une nouvelle année de **croissance à deux chiffres** de son chiffre d'affaires en 2023, avec des revenus compris entre 255 et 260 millions d'euros. Comme en 2022, Materialise prévoit **que les segments médicaux et manufacturiers seront les principaux moteurs de cette croissance**.

Bien qu'ils s'attendent à ce que les ventes du segment Materialise Software augmentent également, cette croissance pourrait ne pas être entièrement reflétée dans les revenus en raison du nouveau modèle commercial d'abonnement basé sur le cloud que Materialise y introduit.

En supposant que l'inflation se stabilise en 2023, Materialise s'attend à ce que la croissance continue de ses revenus se traduise progressivement par **un renforcement de l'Adj. EBITDA pour 2023**, que nous prévoyons actuellement entre 25 et 30 millions d'euros. Materialise s'attend à ce que ses trois segments contribuent à l'EBITDA ajusté en fonction de leurs contributions à la croissance de leurs revenus. »

Toujours dans le secteur de l'impression 3D, Nano Dimension a déjà revu à deux reprises son offre d'achat de la société d'impression 3D Stratasy. Cela pourrait attirer à nouveau l'attention des investisseurs sur les valeurs très prometteuses du secteur de l'impression 3D. »



### Ontex (ISIN : BE0974276082)

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

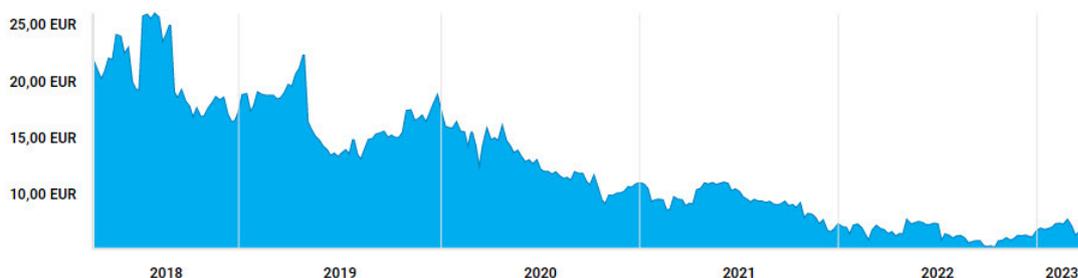
**Potentiel de hausse : 73,4 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 6,92 euros)**

L'analyste Wim Hoste explique : « **Les résultats d'Ontex ont été soumis à une forte pression au cours des deux dernières années**, car les pressions inflationnistes croissantes n'ont pas pu être répercutées rapidement sur les clients en raison de la durée relativement longue des contrats.

Les **augmentations de prix s'accroissent maintenant de manière significative**. Les prix ont augmenté d'environ 14 % en glissement annuel sur les marchés principaux au quatrième trimestre 2022. Alors que la marge d'EBITDA ajustée pour 2022 était de 6,2 %, Ontex prévoit une amélioration à 8-10 % pour 2023.

La combinaison d'une **croissance significative de l'EBITDA** et de la **cession prochaine des activités non essentielles** au Mexique (pour un produit en espèces d'environ 250 millions d'euros) devrait conduire à un désendettement rapide. Le levier d'endettement devrait diminuer rapidement pour atteindre environ 3x d'ici la fin 2023. La valorisation est **clairement attractive** sur la base des multiples à terme et **nous ajoutons donc Ontex à la Sélection Benelux Bolero**.

Nous émettons une recommandation « Acheter » et un objectif de cours de 12 euros. »



**TINC (ISIN : BE0974282148)**

**KBC Securities : recommandation « Accumuler » - objectif de cours de 14 euros**  
**Potentiel de hausse : 16,7 % (par rapport au cours de clôture du 05/04/2023 : 12 euros)**

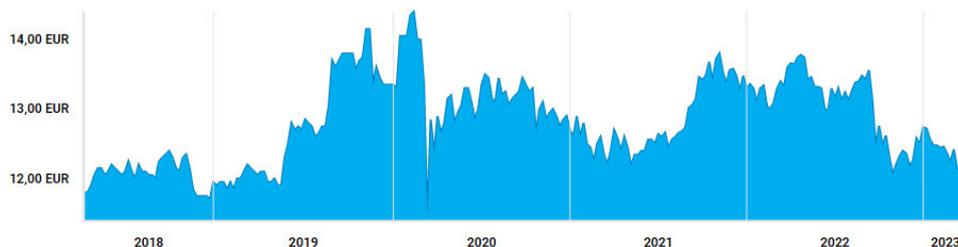
L'analyste Sharad Kumar SP commente : « Malgré un **potentiel de hausse limité** par rapport à notre objectif de cours et à notre **recommandation « Accumuler »**, nous avons ajouté TINC à la sélection Bolero Benelux en tant que candidat à la **surperformance relative par rapport à nos indices de référence** (BEL 20, 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**. »



### 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 la directive MiFID II) sont effectuées sur la base d'une « simple exécution » (*execution only*). Bolero n'effectue pas de « test d'adéquation » 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 une évaluation d'adéquation réussie. 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 publication est complètement reprise de KBC Securities NV, sans aucun changement. Pour de plus amples explications sur la manière dont les objectifs et les recommandations de KBC Securities sont établis, veuillez consulter le site web suivant: <https://research.kbcsecurities.com/portal/portal.html#!/disclosures>