



Bolero



## UPDATE Bolero Benelux Selectie – IBA wordt toegevoegd

### Motivering

Analist Michiel Declercq: “Vandaag voegen we IBA (Ion Beam Applications) toe aan de Bolero Benelux-Selectie met een **“Kopen”-advies en koersdoel van 21,5 euro**. De voorbije jaren heeft de koers van IBA zijwaarts bewogen door Covid-19 en problemen met de toeleveringsketen die beide hebben geleid tot vertragingen in de omzetting van het orderboek. Als we echter het huidige profiel van het bedrijf vergelijken met dat van 2019, zijn wij van mening dat IBA om **een aantal redenen veel aantrekkelijker is geworden**.

- Ten eerste heeft het bedrijf een **recordorderboek van 1,3 miljard euro**, dankzij een sterke orderinname voor protontherapie (PT) tussen 2019 en 2022, waaronder een recordorder voor 10 protontherapiekamers in Spanje. Hetzelfde geldt voor de divisie Other Accelerators, waar de nieuwe orders zowel in 2021 als in 2022 nieuwe records neerzetten. IBA vermeldde verder dat het **een sterke pijplijn blijft zien in 2023**. Wij verwachten dat dit tussen 2023 en 2026 zal leiden tot een versnelde omzetting van de orderportefeuille, waardoor de inkomsten elk jaar met dubbele cijfers zullen stijgen. Daarom zal de winstgevendheid volgens ons vanaf 2024 snel verbeteren.
- Ten tweede verwachten wij dat, aangezien de komende jaren een groot aantal PT-systemen zal worden voltooid, de PT-installatiebasis zal groeien van minder dan 40 systemen in 2019 tot bijna 70 systemen in 2026. Dat zal de **meer voorspelbare inkomsten uit diensten (onderhoud) stimuleren**, waardoor IBA minder afhankelijk wordt van de volatiele verkoop van PT's en het risicoprofiel dus afneemt.
- Ten derde zien we dat **IBA's belangrijkste concurrent Varian zich in 2022 terugtrok uit de PT-markt**. Varian stond bekend om zijn agressief prijsbeleid, waardoor het bedrijf verlies leed. Nu Varian uit de PT-markt is verdwenen, verwachten wij dat IBA's prijszettingsvermogen zal toenemen en dat de brutomarges zullen verbeteren.

Verder willen we benadrukken dat **de financiële positie van IBA aanzienlijk is verbeterd** na de afronding van de CGN-deal in 2020, waardoor het bedrijf een positieve nettokaspositie van meer dan 100 miljoen euro heeft. IBA verraste ook positief tijdens de jaarresultaten 2022 door haar eerste langetermijndoelstellingen sinds 2018 mee te delen, waaronder **een jaarlijks samengestelde groei (CAGR) van de omzet van 15% en een REBIT-marge van 10% tegen 2026**. Die langetermijndoelstellingen lagen ruim boven de verwachtingen. Ondanks de toegenomen zichtbaarheid bewoog de koers van het aandeel nauwelijks.

Tot slot willen we ook de onlangs gelanceerde Pantera Joint Venture met SCK voor de productie van de radio-isotoop Actinium-225 onder de aandacht brengen. **Act-225 zou in de toekomst een zeer gewilde troef kunnen worden** met tal van farmaceutische producten die momenteel in de pijplijn zitten. Het aantrekken van een grote farmaceutische speler in de joint venture zou ook een trigger kunnen zijn voor het aandeel.”

**ISIN code:** BE0003766806

**Advies:** “Kopen” (laatste update: 17/05/2023)

**Koersdoel:** 21,5 euro (laatste update: 17/05/2023)

**Huidige koers:** 15 euro (slotkoers 31/05/2023)

**Opwaarts potentieel:** 43,3%

### Beschrijving van de activiteiten

IBA is de leider in protontherapie, een geavanceerde kankerbehandeling (ongeveer 54% van de omzet), een leider in radiofarmaceutische en industriële versnellers (28% van de omzet) en in Dosimetrie voor radiotherapie (16,5% van de omzet).

### Koerstriggers

- Een toename van het gebruik van protontherapie van de huidige 1% van alle bestralingen naar 15-20%.
- Positieve klinische studies over protontherapie die aantonen dat er minder bijwerkingen zijn dan bij conventionele radiotherapie.
- Uitbreiding van de aanbevelingen voor terugbetaling van protontherapie.
- Herstel van de marges dankzij het operationele hefboomeffect, de leercurve in productie en diensten en een verbeterde mix.
- Verdere diversificatie van de portefeuille door aanvullende activiteiten (theranostica).
- Record hoog orderboek.
- Flash Therapy

### Risico's voor investment case

- Volatiele protontherapiemarkt en trage invoering.
- Langzamere acceleratie bij onderhoud met hoge marges.
- Verdere vertraging bij de omzetting van de orderportefeuille.
- Extra verliezen op de bestaande orderportefeuille.
- Wijziging van de terugbetalingstarieven voor protontherapie.
- Teleurstellende resultaten van klinische tests.
- Inflatie van de grondstoffen.



Bron: KBC Securities NV, Financial analyst Michiel Declercq

## UPDATE Bolero Benelux Selectie – juni 2023

### DYNAMIC TOP PICK LIST OF 1 JUNE 2023

Name	Sector	TP	Rating	Upside	Market Cap	Analyst	Performance*
<b>&gt; € 1.5bn</b>							<b>*since in</b>
Ackermans & v H	Construction & Engineering	€ 188.0	Buy	22.6%	€ 5,135	Sharad Kumar S.P.	0.1%
Adyen	IT Services	€2,000	Buy	31.0%	€ 47,332	Thomas Couvreur	9.7%
Aedifica	Real Estate	€ 101.0	Buy	61.0%	€ 2,525	Lynn Hautekeete	-18.7%
Argenx	Biotech	€ 400.0	Buy	9.7%	€ 20,300	Thomas Vranken	-0.8%
Azelis	Chemicals	€ 30.0	Buy	30.8%	€ 5,596	Thibault Leneeuw	4.7%
Bekaert	Metals & Mining	€ 47.0	Buy	17.4%	€ 2,281	Wim Hoste	45.5%
D'Ieteren	Distributors	€ 205.0	Buy	26.8%	€ 8,791	Michiel Declercq	162.9%
ING	Bank & Insurance	€ 16.0	Buy	39.0%	€ 41,653	Thomas Couvreur	4.7%
Solvay	Chemicals	€ 155.0	BUY	58.7%	€ 10,340	Wim Hoste	-7.4%
TKH Group	Electrical Equipment	€ 56.5	Buy	21.7%	€ 1,960	Thibault Leneeuw	25.8%
UCB	Pharmaceuticals	€ 110.0	Buy	34.9%	€ 15,856	Jeroen Van den Bossche	6.9%
Umicore	Chemicals	€ 46.0	Buy	76.9%	€ 6,406	Wim Hoste	-39.8%
VGP	Real Estate	€ 140.0	Buy	51.4%	€ 2,523	Wim Lewi	27.3%
<b>&lt; € 1.5bn</b>							
Fagron	Health Care Providers	€ 20.0	Buy	19.0%	€ 1,231	Jeroen Van den Bossche	31.3%
IBA	Health Care Equipment	€ 21.5	Buy	43.3%	€ 454	Michiel Declercq	NEW
Materialise	3D Printing software	\$16.0	Buy	71.9%	€ 551	Guy Sips	-61.4%
Ontex	Personal Products	€ 12.0	Buy	68.5%	€ 586	Wim Hoste	-1.9%
TINC	Capital Markets	€ 14.0	Accumulate	17.2%	€ 435	Sharad Kumar S.P.	-12.0%

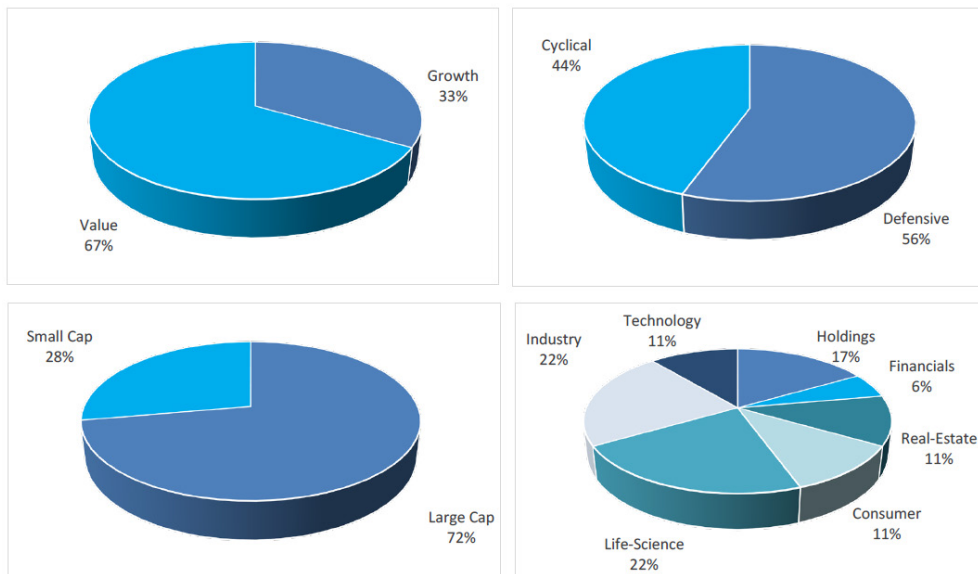
### Algemene marktvisie

De relatief sterke start van het jaar is in mei op de proef gesteld en de meeste Europese indexen noteren onder het niveau van eind januari. In mei presteerden de Europese markten aanzienlijk minder goed dan de Amerikaanse indexen, vooral de Nasdaq profiteerde van de nieuwe hype rond AI. Grote technologienamen zijn tussen 50 en 300% gestegen op verwachtingen van een nieuwe dageraad in de informatica. Dit heeft alle kenmerken van een zeepbel, maar net als bij crypto kan de trend nog een tijdje aanhouden op basis van het "bigger fool principle". Vanuit KBC Securities verwachten wij nog steeds een lichte vertraging van de economie in Europa en de Benelux in de komende 12-18 maanden, omdat het even duurt voordat de rentetarieven de economie beïnvloeden. Wat de inflatie betreft, is de scherpe stijging van de

gasprijs afgevlakt. De voedselinflatie neemt nu ook af, maar blijft relatief hoog. De centrale banken hebben na jaren van "irrationele" kwantitatieve experimenten om de inflatie aan te wakkeren de inflatie laten afglijden en dreigen dat op korte termijn te overcompenseren. De markt zou te optimistisch kunnen zijn dat de naderende rentepiek zal worden gevolgd door snelle renteverlagingen, nu de economie daadwerkelijk vertraagt.

### Asset allocatie

Wij zijn het jaar begonnen met een relatief defensieve Bolero Benelux-selectie met **een focus op achtergebleven waarde aandelen**. Defensieve segmenten zoals Holdings, vastgoed en Life sciences zijn overwogen. In de Benelux hebben wij echter een selectie van cyclische industriële bedrijven tegen goedkope waarderingen die kunnen profiteren van een Europees industrieel herstel. Dat vereist enige politieke moed om belangrijke segmenten zoals hernieuwbare energie, defensie en lokale werkgelegenheid te ondersteunen. Wij geven de voorkeur aan Benelux-waarde aandelen omdat zelfs een milde recessie groeiaandelen doorgaans proportioneel harder treft.



### Prestatie

Sinds de start van de selectie voor 2023 (op 8 december 2022) **steeg Bolero Benelux-selectie met 8,3%** en presteert daarmee **gemiddeld 5,9% beter dan de relevante indexen** (Bel20, AEX & Eurostoxx50). Sinds onze laatste update (5 mei 2023) daalde de selectie met -1,5% en deed het daarmee deze maand 1% beter dan bovenstaande indexen.

De beste prestaties van de voorbije maand waren voor **Adyen** (+8,4%), **Azelis** (+7,1%) en **TKH** (+5,7%) en **ING** (+4,7%), terwijl de slechtst presterende aandelen uit de selectie **Aedifica** (-16,7%), **Umicore** (-8,9%), **Ontex** (-8,3%) en **Solvay** (-7,4%) waren.

PREVIOUS PERIOD			
TOP PICKS	START	END	% CHANGE
Ackermans & Van Haaren	159.50	153.30	-3.9%
Adyen	1408.40	1526.80	8.4%
Aedifica	75.35	62.75	-16.7%
Argenx	355.00	364.60	2.7%
Azelis	21.42	22.94	7.1%
Bekaert	41.68	40.02	-4.0%
D'leteren	170.40	161.70	-5.1%
Fagron	16.69	16.81	0.7%
ING	10.99	11.51	4.7%
Materialise	9.02	9.33	3.4%
Ontex	7.77	7.12	-8.3%
Solvay	105.50	97.66	-7.4%
TINC	12.10	11.95	-1.2%
TKH Group	43.92	46.42	5.7%
UCB	84.66	81.52	-3.7%
Umicore	28.55	26.00	-8.9%
VGP	91.70	92.45	0.8%
<b>Average</b>			<b>-1.5%</b>
AEX	744.24	748.86	0.6%
<b>vs. AEX</b>			<b>-2.1%</b>
Bel20	3770.88	3536.79	-6.2%
<b>vs. Bel20</b>			<b>4.7%</b>
EuroStoxx50	4310.18	4218.04	-2.1%
<b>vs. EuroStoxx50</b>			<b>0.6%</b>

## MARKET CAP > 1 miljard euro

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

**KBC Securities: "Kopen"-advies, koersdoel 188,00 euro**

**Opwaarts potentieel: 22,64% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 153,3 euro)**

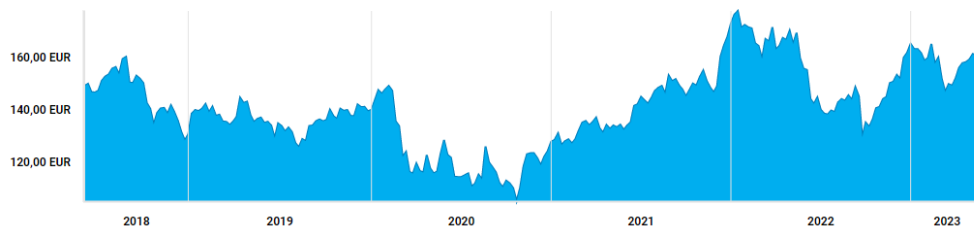
KBC Securities-analist Sharad Kumar SP: "Over 2022 presteerden **de portefeuillebedrijven van AvH beter dan verwacht** en boekte de groep **een recordwinst van 708,7 miljoen euro**, vooral dankzij de aanzienlijke meerwaarden op de verkoop van Manuchar en Anima (samen 334,1 miljoen euro).

Aangezien DEME en CFE hun vooruitzichten van een licht lagere winst voor 2023 hebben bevestigd, de koers van CFE sterk opgeveerd is nadat het in de eerste helft van 2022 de marktverwachtingen had overtroffen en de divisie private banking geprofiteerd heeft van de hogere rentevoeten en ondanks het lage beleggersvertrouwen toch meer AUM (*nvdr. assets under management*) heeft kunnen aantrekken en zo de negatieve marktimpact van 2022 volledig heeft kunnen compenseren, menen wij dat **AvH goed gepositioneerd is om door een onzeker boekjaar 2023 te navigeren**.

Hoewel de veerkracht van de portefeuille van AvH in de komende kwartalen op de proef zal worden gesteld, menen wij dat de bedrijven in portefeuille over **een "moat"** (*nvdr. uniek concurrentieel voordeel*) **in hun respectievelijke sectoren** beschikken en dus **niet zwaar zullen worden getroffen door de algemene markttrends**.

Ook al zijn de aandelenmarkten voorzichtig door de vrees voor een door renteverhoging veroorzaakte recessie, de onzekerheid over de inflatie en aanhoudende geopolitieke spanningen in Europa, zijn wij ervan overtuigd dat de **portefeuille van AvH robuust en veerkrachtig is** en het management zal **helpen om door een mogelijke recessie in 2023 te navigeren**, terwijl het lopende aandeleninkoopprogramma van 70,0 miljoen euro voor extra steun zal zorgen.

Wij herhalen dan ook ons "Kopen"-advies en koersdoel van 188 euro."



### Adyen (ISIN: NL0012969182)

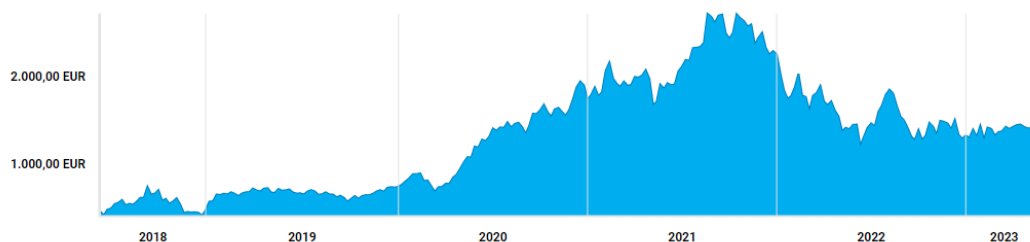
**KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 2.000 euro**

**Opwaarts potentieel: 31% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 1.526,8 euro)**

Analist Thomas Couvreur: “In 2022 daalde Adyen met 40%, in navolging van de trend van dalende waarderingen in de snelgroeïende techsector. Volgens ons heeft Adyen echter **een heel andere dynamiek**.

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

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



### Aedifica (ISIN: BE0003851681)

**KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 101,00 euro**

**Opwaarts potentieel: 61% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 62,75 euro)**

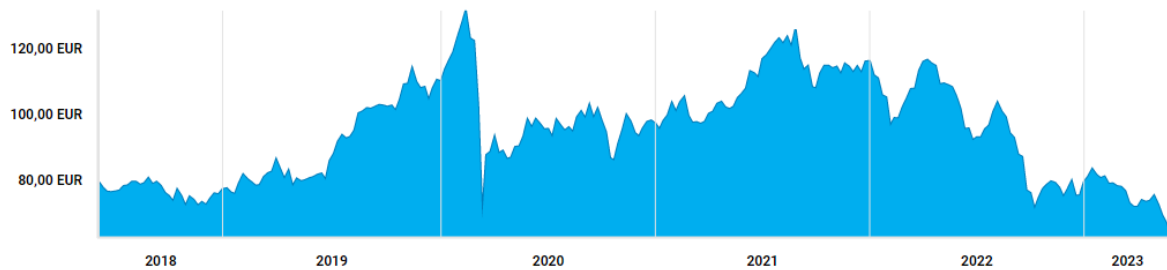
Analiste Lynn Hautekeete: “Wij houden Aedifica in de selectie, omdat de recente koerszwakte van het aandeel leidt tot een **aantrekkelijke waardering**, ook al zijn er wat negatievere vooruitzichten op korte termijn.

Het moeilijker klimaat komt tot uiting in onze capexprognose voor 2023 en 2024 en een stijging van de gemiddelde rentekosten tot 2,2% tegen eind 2023 en 2,4% tegen eind 2025. De **omzet is gekoppeld aan de inflatie** en het management heeft **een goede track record qua kostenbeheersing** waardoor Aedifica goed geplaatst is in deze inflatoire tijden.

Volgens onze ramingen bedraagt het verwachte bruto dividendrendement over 1 en 2 jaar 4,5%, wat ongeveer 1,5% hoger is dan het historisch gemiddelde over 5 en 10 jaar.

Aedifica wordt momenteel verhandeld aan het niveau van de NTA (*nvdv. net tangible assets = netto-actiefwaarde*), terwijl het historische 15-jarig gemiddelde een premie van 24% bedraagt. **De balans van Aedifica blijft sterk** met een schuldratio van ongeveer 45%, zelfs als rekening wordt gehouden met onze voorzichtige raming van een interestverhoging van 0,40% in 2023. Dat geeft Aedifica de flexibiliteit om op strategische momenten schulden/kapitaal aan te trekken.

Op basis van een discounted cashflow waarderingsmodel komen we op een koersdoel van 101 euro.”



### Argenx (ISIN: NL0010832176)

**KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 400,00 euro**

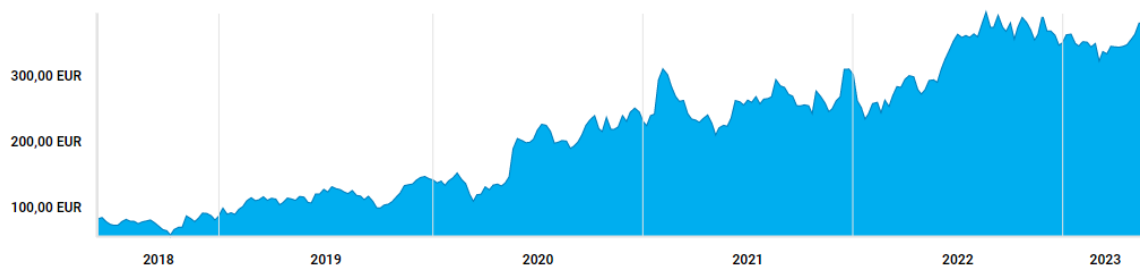
**Opwaarts potentieel: 9,7% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 364,6 euro)**

Analist Thomas Vranken: “De commerciële opstart van argenx' eerste product Vyvgart verloopt goed, en wij verwachten dat het bedrijf dit traject in de komende kwartalen zal voortzetten naarmate andere regio's er geleidelijk bij komen.

Bovendien anticiperen wij nu al op de **commerciële uitrol van een subcutane toediening van het geneesmiddel** na goedkeuring door de FDA (PDUFA-streefdatum: 20 juni 2023).

Het bedrijf verwacht ook **belangrijke Fase III-resultaten voor efgartigimod bij zijn tweede neuromusculaire ziekte CIDP**.

Op langere termijn wil het bedrijf efgartigimod ontwikkelen voor 15 indicaties tegen 2025 en bijkomende activa komen geleidelijk in de pijn, wat voldoende mogelijkheden biedt voor waardecreatie op lange termijn.”



### Azelis (ISIN: BE0974400328)

**KBC Securities: “Kopen”-advies, koersdoel 30,00 euro**

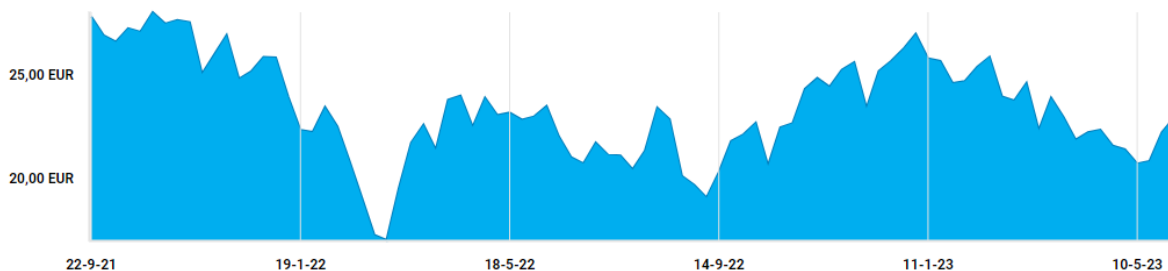
**Opwaarts potentieel: 30,78% (tegenover slotkoers 031/05/2023: 22,94 euro)**

Analist Thibault Leneeuw: “Azelis is momenteel **erg aantrekkelijk gewaardeerd**. De eerste kwartaalresultaten van 2023 toonden aan dat Azelis **zijn inkomsten en EBITA aanzienlijk kon verhogen met respectievelijk 12% en 15%**. Ze bewezen dat de marges veel hoger bleven dan wij en de analistenconsensus eind vorig jaar verwachtten. Zelfs in Noord- en Zuid-Amerika, waar de opbrengsten met 2% daalden, bleef de EBITA-marge stabiel. Naarmate de vergelijkingen gemakkelijker worden, zal Azelis een robuuste omzetgroei laten zien, terwijl de marges hoog blijven.

Bovendien **beweest de kapitaalverhoging via een accelerated bookbuilding van 200 miljoen euro**, waarin EQT voor 100 miljoen euro deelnam, ons standpunt dat EQT niet tegen deze prijsniveau zou verkopen. De impact van de kapitaalverhoging is minimaal en resulteert in iets meer upside, aangezien de opbrengsten zullen worden gebruikt om nieuwe fusies en overnames te financieren. Het opnemen van een extra uitgave van 200 miljoen euro voor fusies en overnames leidt tot hogere ramingen voor 2024 en daarna. Als gevolg daarvan stijgt onze geschatte EBITA met ongeveer 20 miljoen euro, in overeenstemming met de gemiddelde multiples die worden betaald van 7-11 keer EV/EBITA.

Wij voorspellen nog steeds **een aanzienlijke omzetgroei**, voornamelijk door acquisitiegroei van 12,3% ondersteund door een organische groei van slechts 1,8% in 2023. Voor de rest van het jaar verwachten wij dat CASE in Noord- en Zuid-Amerika enige zwakte zal vertonen, waarbij smaak- en geurstoffen zich zullen herstellen na de destocking (*nvd. de stock af te bouwen*). In APAC en EMEA toonden de resultaten van 1Q23 een robuuste organische groei van respectievelijk 11,0% en 4,4%. Wij hebben er vertrouwen in dat, gezien deze ontwikkelingen, onze verwachte autonome omzetgroei en acquisitiegroei voor 2023 zullen worden gerealiseerd.

Aangezien omzetgroei en margeverbeteringen op lange termijn gemakkelijk te realiseren zijn, **blijven wij zeer positief over Azelis, waarbij de huidige koers een zeer aantrekkelijk instappunt biedt.**"



### Bekaert (ISIN: BE0974258874)

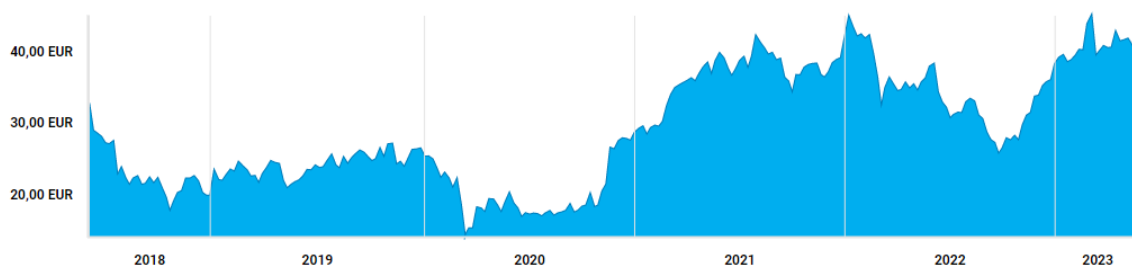
**KBC Securities: "Kopen"-advies, koersdoel 47,00 euro**

**Opwaarts potentieel: 17,4% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 40,02 euro)**

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

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

In het licht van die aantrekkelijke vrije kasstroomrendementen en andere waarderingcijfers behouden wij Bekaert in de Bolero Benelux Selectie."



### D'leteren (ISIN: BE0974259880)

**KBC Securities: "Kopen"-advies, koersdoel 205,00 euro**

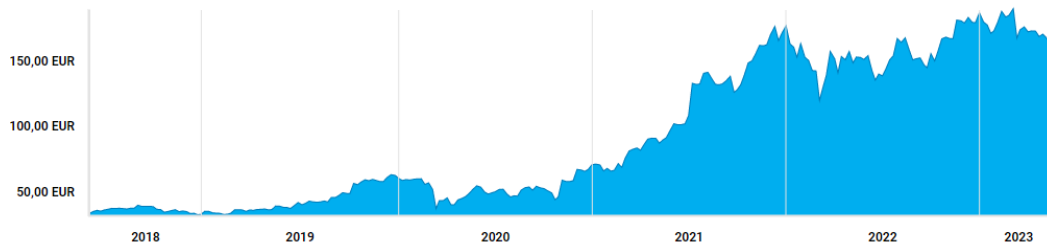
**Opwaarts potentieel: 26,78% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 161,7 euro)**

Analist Michiel Declercq: "D'leteren **rapporteerde sterke resultaten over 2022** voor alle divisies en de verwachtingen lagen ook boven onze ramingen. De **koers van het aandeel reageerde echter negatief** omdat de verwachtingen hooggespannen waren en de vrije kasstroom enigszins teleurstelde. Dat laatste is echter een tijdelijk effect en heeft vooral te maken met de opbouw van voorraden bij Auto. Dat zou echter in 2023 weer volledig moeten omslaan.

In het algemeen is de reactie van de markt volgens ons niet gerechtvaardigd, aangezien de groep blijft ‘overdeliveren’, met margeverbeteringen bij Belron die de verwachtingen overtreffen.

Daarom **zien wij de huidige koerszwakte als een koopkans**. Wij herhalen dan ook ons “Kopen”-advies en koersdoel van 205 euro.”

.”



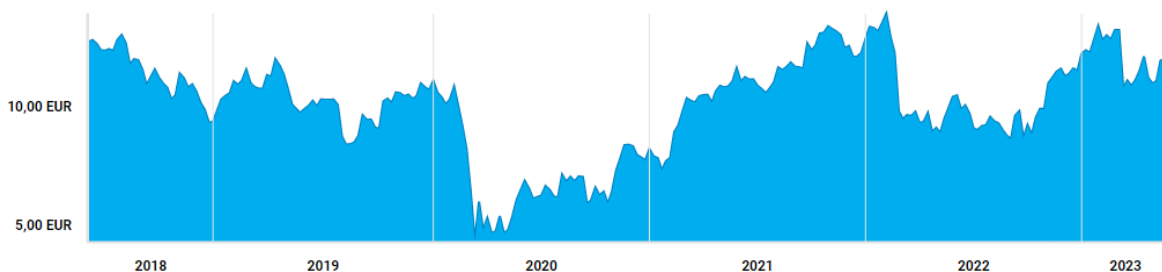
### ING (ISIN: NL0011821202)

**KBC Securities: “Kopen”-advies en koersdoel van 16 euro**

**Opwaarts potentieel: 39% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 11,508 euro)**

Analist Thomas Couvreur: “De Russische en Oekraïense blootstelling van ING, haar geschiedenis van kosten en boetes voor de antiwitwaswetgeving en een nieuwe rechtszaak rond Payvision hebben een negatief sentiment rond ING teweeggebracht, waardoor de aandelenkoers is gedaald.

**De balans van ING blijft echter solide** op basis van een zeer voorzichtige prognose, waarbij rekening wordt gehouden met eventuele problemen met de kredietdienstverlening door de hoge inflatie en de stijgende rente. De komende jaren blijft de beloning van de aandeelhouders toenemen, met **een verwacht hoog dividendrendement en stijgende aandeleninkoopprogramma's.**”



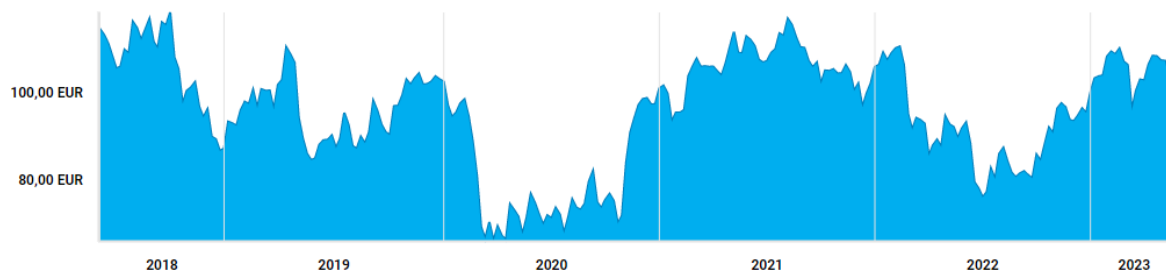
### Solvay (ISIN: BE0003470755)

**KBC Securities: “Kopen”-advies en koersdoel van 155 euro**

**Opwaarts potentieel: 58,7% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 97,66 euro)**

Analist Wim Hoste: “De **op til zijnde splitsing van de activiteiten van Solvay is een belangrijke katalysator om aandeelhouderswaarde vrij te geven**. Onder leiding van CEO Ilham Kadri heeft Solvay zijn prestaties aanzienlijk verbeterd: de ROCE (*nvdv. return on capital employed*) steeg alleen al in 2022 met bijna 5 procentpunten tot 16%.

Afgezien van de zware investeringen in 2023 voorspellen wij voor de komende jaren een gecombineerde vrije cashflow van meer dan 1 miljard per jaar. De versterkte balans en de solide vrijkasstroomgeneratie zou zowel EssentialCo als SpecialtyCo moeten laten starten met een sterke balans en een aanzienlijke vuurkracht om actief op zoek te gaan naar groeikansen.”



### TKH Group (ISIN: NL0000852523)

**KBC Securities: “Kopen”-advies en koersdoel van 56,50 euro**

**Opwaarts potentieel: 21,7% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 46,42 euro)**

Analist Thibault Leneeuw: “TKH heeft met smart vision en smart connectivity-systemen twee bedrijfssegmenten die goed gepositioneerd zijn om te groeien.

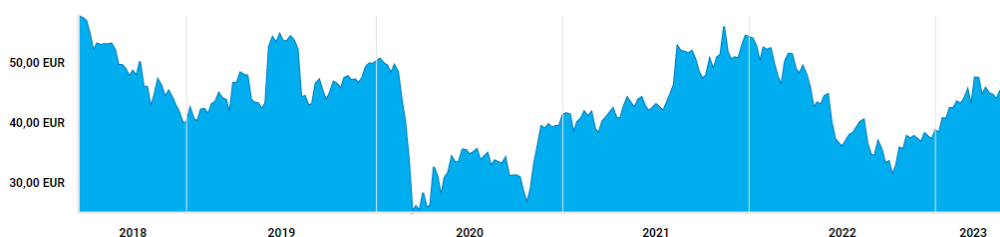
Voor **smart vision systemen** zien we drivers zoals **een hoge vraag naar automatisering** door de beweging naar Industrie 4.0 en **"Hands off - Eyes off" productie**, zeker als je schaarse werkkrachten en hoge arbeidskosten mee in rekening brengt. Bovendien leidt automatisering tot verbeterde productiviteit en kwaliteit. Het segment profiteert ook van de **toegenomen vraag naar IoT-gebaseerde producten** (nvdr. *IoT staat voor Internet of Things*). Bovendien is er een sterk toenemende vraag naar **beveiligingscamera's**. Al die drivers zorgen voor **een robuuste groei in het smart vision segment**.

Door de omzetzdaling in 2020 is de markt **te voorzichtig over de smart manufacturing business van TKH**. Binnen dit segment is de **bandenproductie** de belangrijkste motor (meer dan 70% van de inkomsten). De huidige dynamiek in CapEx bij bandenfabrikanten verschilt aanzienlijk ten opzichte van 2020. Bovendien profiteert het segment van onshoring en toenemende flexibiliteitseisen.

Wat Smart Connectivity-systemen betreft, zal de **energietransitie** hun onderzese connectiviteitsactiviteiten doen groeien, terwijl de hoge investeringsuitgaven voor glasvezel hun digitale connectiviteitsactiviteiten doen groeien.

Naast de sterke groei zijn marges gemakkelijk te verbeteren dankzij het operationele hefboomeffect, innovaties en desinvesteringen. Rekening houdend met het feit dat de inkomsten naar verwachting met ongeveer 15% zullen stijgen als gevolg van extra productiefaciliteiten die in de komende 12 maanden operationeel worden.

Over het geheel genomen zien wij **een aanzienlijke groei, margeverbeteringen en een groot opwaarts potentieel** tegenover de huidige waardering voor TKH Group. Daarom geven we het aandeel **een “Kopen”-advies en koersdoel van 56,50 euro.**



### UCB (ISIN: BE0003739530)

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

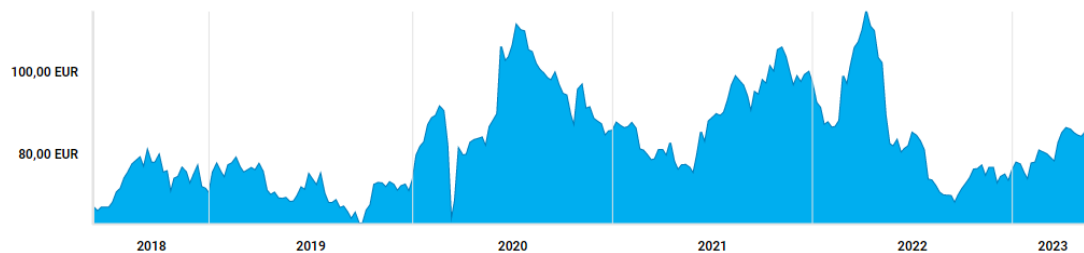
**Opwaarts potentieel: 34,94% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 81,52 euro)**

Analist Jeroen Van den Bossche: “Omdat **UCB nog steeds wacht op goedkeuring voor haar sterproduct, bimekizumab**, menen wij dat UCB **nog steeds fundamenteel ondergewaardeerd is**.

Hoewel **2023 nog steeds een overgangsjaar zal zijn**, door de patentklippen van Cimzia en Vimpat, menen wij dat het bedrijf om een aantal redenen een sterke keuze is voor onze Bolero Benelux-selectie.

Cimzia zal een krachtpatser blijven, aangezien de directe biosimilars ten vroegste in 2026 op de markt zullen komen. Bovendien zien de klinische resultaten van Bimzelx voor PsO (psoriasis), PsA, AxSpA en HS er veelbelovend uit en wij denken dat onze raming van 3,2 miljard euro voor de piekverkoop van het geneesmiddel gemakkelijk zal worden gehaald.

In combinatie met de klinische en regulatoire successen met Fintepla, Rozanolixizumab en Zilucoplan verzekert dit een mooie toekomst voor het bedrijf.”



### Umicore (ISIN: BE0974320526)

**KBC Securities: “Kopen”-aanbeveling – koersdoel: 46 euro**  
**Opwaarts potentieel: 77% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 26 euro)**

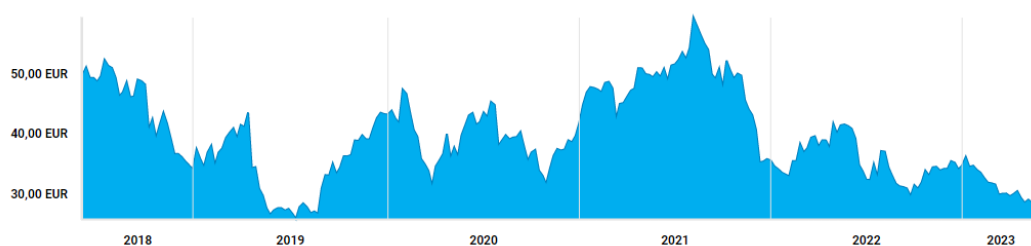
Analist Wim Hoste: “De **elektrificatie** van voertuigen staat nog in de kinderschoenen met minder dan 10% aan elektrische wagens die verkocht worden op de totale nieuwe wagens en zou in het volgende decennium **een belangrijke groeimotor moeten zijn voor Umicore**.

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

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

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

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



**VGP (ISIN: BE0003878957)**

**KBC Securities: “Kopen”-aanbeveling – koersdoel: 140 euro**  
**Opwaarts potentieel: 51,43% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 92,45 euro)**

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

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

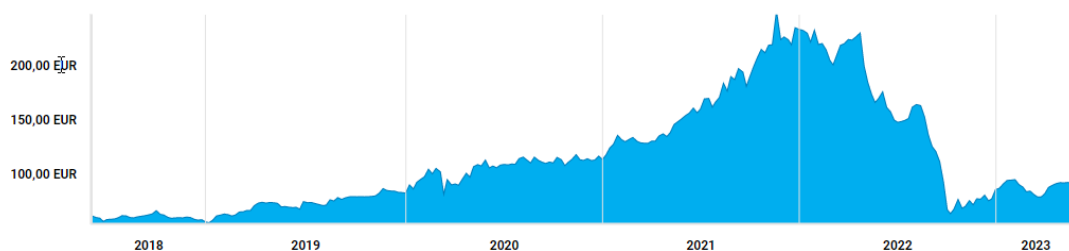
De **indexering van de huren** dankzij de ongebreidelde inflatie zou **een groot deel van de stijgende rentes moeten kunnen compenseren** doordat de overtollige voorraadruimte in bepaalde regio's wordt weggewerkt.

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

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

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

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

**MARKET CAP < 1 miljard euro****Fagron (ISIN: BE0003874915)**

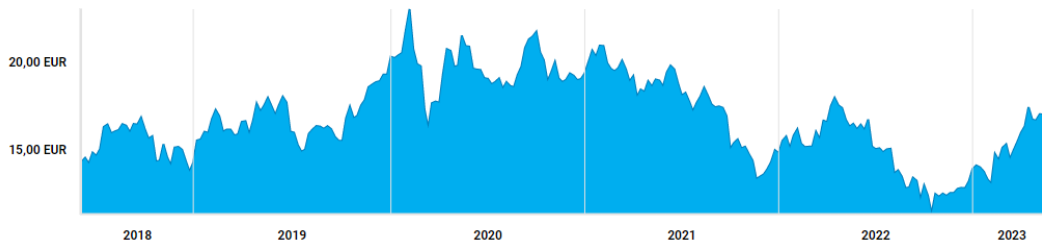
**KBC Securities: “Kopen”-advies – koersdoel 20 euro**  
**Opwaarts potentieel: 18,98% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 16,81 euro)**

Analist Jeroen Van den Bossche: “Wij zijn ervan overtuigd dat Fagron **momenteel sterk ondergewaardeerd** is. Fagron is een sterk cashgenererend bedrijf in een **groeende wereldwijde markt voor magistrale bereidingen**. Wij verwachten dat

Fagron zal groeien tegen een jaarlijks samengestelde groei (CAGR) van 9,4% op 5 jaar, met EBITDA-marges die over deze periode dicht in de buurt van de 20% zullen uitkomen.

De **belangrijkste investeringsfocus moet blijven op de regio Noord-Amerika**, waar de Wichita-fabriek naar verwachting zal groeien tot een omzet van 300 miljoen dollar in 2027.

Tot slot weten we dat **de markt voor magistrale bereidingen recessiebestendig** is, wat onze nominatie tot de Bolero Benelux-Selectie nog versterkt.”



### Materialise (ISIN: US57667T1007)

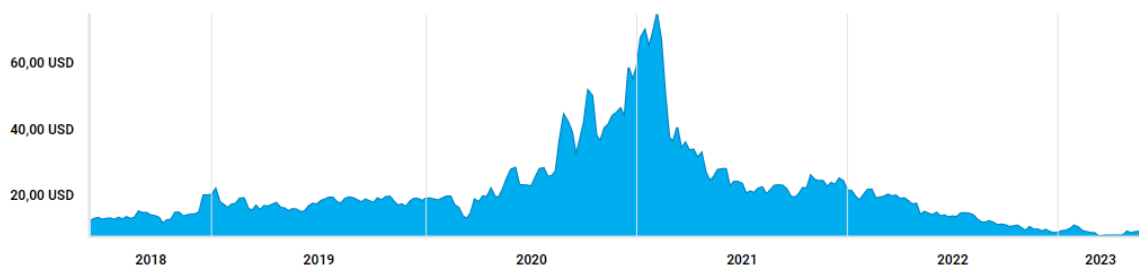
#### KBC Securities: “Kopen”-advies – koersdoel 16 dollar

#### Opwaarts potentieel: 71,67% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 9,32 dollar)

Analist Guy Sips: “Materialise **presteerde buitengewoon goed in het eerste kwartaal van 2023**. De jaar-op-jaar omzetstijging met meer dan 24% werd voornamelijk gestimuleerd door **de zeer sterke groei van de inkomsten van Materialise Medical en Materialise Manufacturing** (respectievelijk 33% en 25%, terwijl we op groeipercentages van respectievelijk 18% en 12% rekenden), en verder ondersteund door **een solide omzetstijging bij Materialise Software** van meer dan 8% (schatting KBCS: 7%). Tijdens het eerste kwartaal steeg ook de aangepaste EBITDA met 89% tot 10,3 miljoen euro resulterend in een EBITDA-marge van 15,6%, voornamelijk dankzij schaaleardeffecten waarvan we nog niet hadden verwacht dat ze zich nu al zouden “materialiseren” (schatting KBCS: 6,0 miljoen euro EBITDA of 10,1% EBITDA-marge) .

Begin 2023 verwachtte Materialise een omzet tussen 255 miljoen euro en 260 miljoen euro (KBCS verhoogde de prognose na het eerste kwartaal van 258,2 miljoen naar 261,7 miljoen euro) en voor heel 2023 een aangepaste EBITDA tussen 25 miljoen en 30 miljoen euro.

Op basis van deze sterke prestaties in 1Q23 (nog steeds rekening houdend met de onzekere wereldwijde macro-economische omgeving) gelooft Materialise nu dat de inkomsten voor heel 2023 dicht bij de bovenkant van het aanvankelijk voorspelde bereik zullen komen. Het verwacht ook dat de aangepaste EBITDA tot 10% hoger zou kunnen zijn dan de eerder gecommuniceerde bovenkant van het bereik (dus tussen 28 en 33 miljoen euro voor 2023). KBC Securities verhoogde na de 1Q23 resultaten de geschatte EBITDA voor 2023 van 28,3 naar 31,5 miljoen euro.”



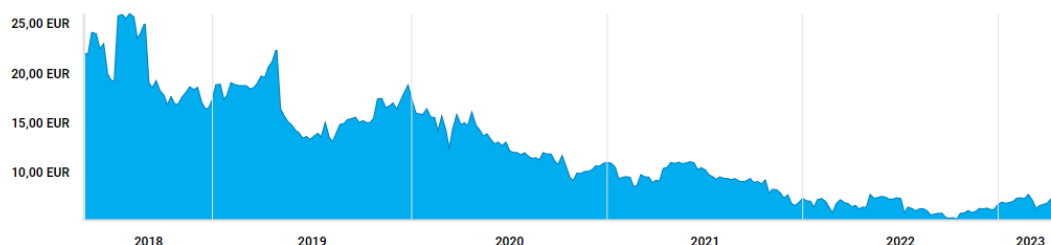
**Ontex (ISIN: BE0974276082)****KBC Securities: “Kopen”-advies – koersdoel 12 euro****Opwaarts potentieel: 68,54% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 7,12 euro)**

Analist Wim Hoste: “De **resultaten** van Ontex stonden **de voorbije 2 jaar sterk onder druk**, omdat de stijgende inflatiedruk niet snel kon worden doorgerekend aan de klanten gezien de vrij lange looptijd van de contracten.

De **prijsverhogingen worden nu aanzienlijk versneld**. De prijzen stegen in de kernmarkten in het 4e kwartaal van 2022 zo'n 14% op jaarbasis. Nadat de aangepaste EBITDA-marge voor 2022 6,2% bedroeg, verwacht Ontex een verbetering tot 8-10% voor 2023.

De combinatie van **een aanzienlijke EBITDA-groei en de aanstaande afstoting van de niet-kernactiviteiten** in Mexico (voor een opbrengst in cash van ongeveer 250 miljoen euro waarvan nog 40 miljoen in afwachting is) zal naar verwachting leiden tot een snelle afbouw van de schuldpositie, waarbij de schuldgraad zal dalen tot minder dan 4x eind 2023. De waardering is duidelijk aantrekkelijk op basis van forward multiples en daarom **voegden we Ontex toe aan de Bolero Benelux Selectie**.

We hanteren een “Kopen”-advies en koersdoel van 12 euro.”

**TINC (ISIN: BE0974282148)****KBC Securities: “Opbouwen”-advies – koersdoel 14 euro****Opwaarts potentieel: 17,15% (tegenover slotkoers 31/05/2023: 11,95 euro)**

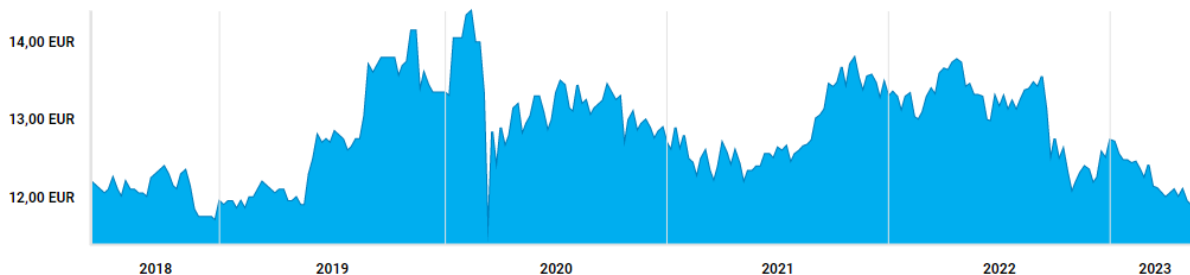
Analist Sharad Kumar: "Ondanks **het beperkte opwaartse potentieel ten opzichte van ons koersdoel** en ons “Opbouwen”-advies, behouden we TINC nog steeds in de Bolero Benelux-Selectie als een kandidaat voor relatieve outperformance ten opzichte van onze benchmarks (Bel20, AEX en Eurostoxx). Het aandeel hield opmerkelijk stand tijdens de marktturbulentie van 2022 en zal deze prestatie naar verwachting herhalen als en wanneer de markten de bodem van juli 2022 opnieuw zouden testen.

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

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

TINC zal naar verwachting **een stabiel dividend uitkeren**, dat van jaar tot jaar toeneemt en grotendeels is afgedekt tegen de huidige ongebreidelde inflatie. Wij menen dat een beperkte premie ten opzichte van de intrinsieke waarde gerechtvaardigd is, aangezien TINC een concurrentievoordeel heeft ten opzichte van nieuwkomers op de markt.

We herhalen dan ook ons “Opbouwen”-advies en koersdoel van 14 euro.”



## Disclaimer

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

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

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

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

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

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