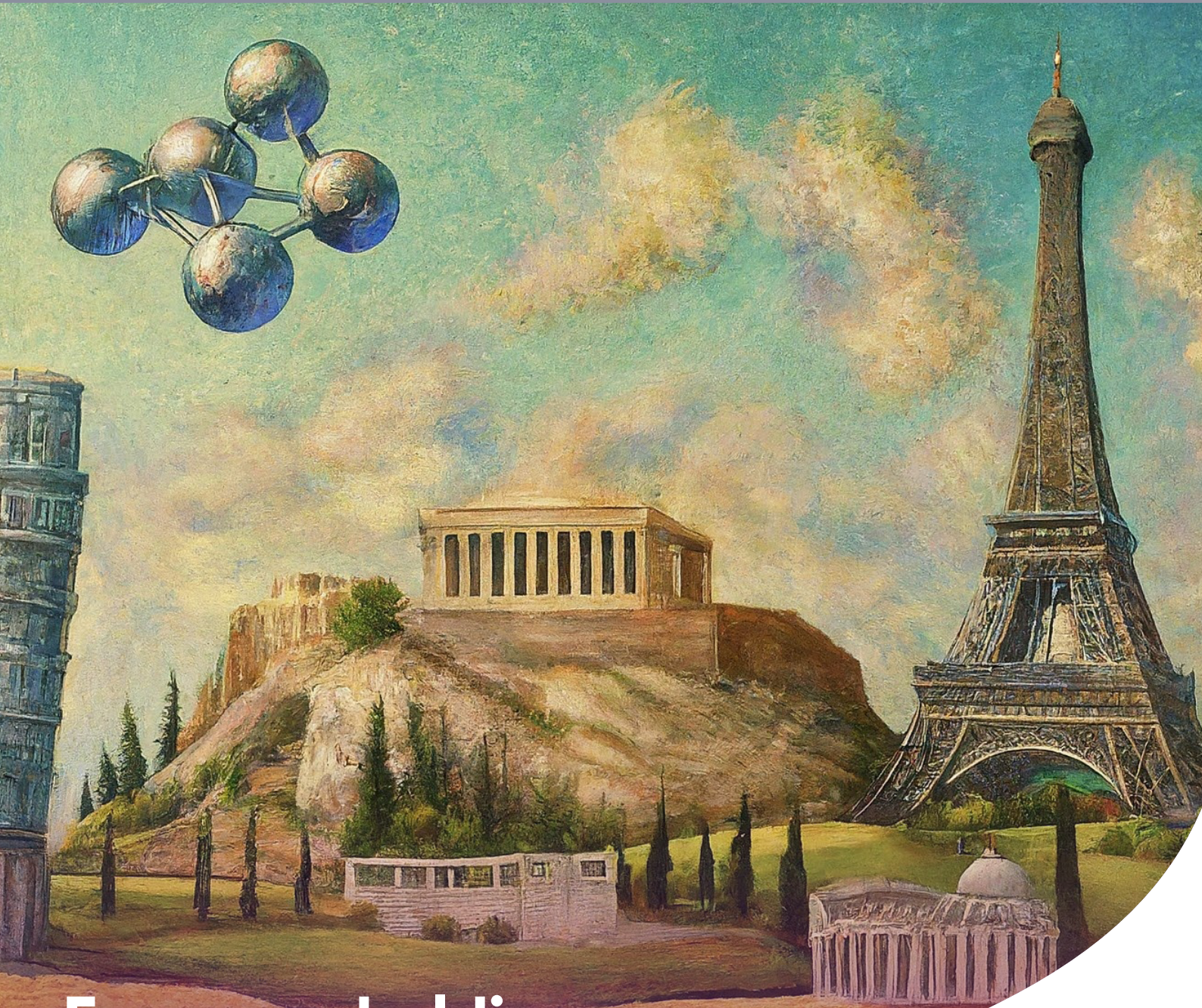




Europese holdings

Wonderwerken uit het oude continent

Deel II

29 oktober 2024

Door Tom Simonts, financieel-econoom bij KBC, Sharad Kumar, KBC
Securities-analist, samengebracht door Jo Elsocht, content manager bij
Bolero.

Bolero
Powered by KBC



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

hol-ding (de; v(m); meervoud: holdings)

-maatschappij zonder eigen werkzaamheden die een groot aantal aandelen bezit

Eu-ro-pa (o)

-een van de werelddelen

Het Van Dale-lexicon houdt het bij deze twee woorden liever kort en krachtig. Echter voor de combinatie ervan - Europese holdings - schieten woorden bijna tekort.

Met dit dossier stellen we de **belangrijkste Europese holdings** accuraat en uitgebreid voor. Stuk voor stuk aandelen met een pak geschiedenis en een specifieke beleggingsstrategie. Hun historische koersprestatie vergeleken met de belangrijkste indexen ontbreekt niet. Veel van die grafiekjes benaderen volgens sommigen de schoonheid van de kunstwerken van onze oude meesters.

Ook Financial Economist **Tom Simonts**, in een vorige carrière nog holdinganalist, en KBC Securities-holdingspecialist **Sharad Kumar** S.P, CFA, geven hun ongezouten mening over de waardering, de aanpak en het toekomstige potentieel van de holdings.

Allemaal spelers uit Europa, op één uitzondering na. Want dé holding der holdings '**Berkshire Hathaway**', of het investeringsvehikel van meesterbelegger Warren Buffett mag natuurlijk niet op het appel ontbreken. Die analyse kan je nalezen in [Deel I](#).

In dit tweede deel zoomen we in op een paar **Franse en Italiaanse holdings** en ook **Hal Trust** en **Prosus** komen aan bod.

Veel leesplezier!

P.S. Oh ja, Belgische holdings hoeven zeker niet onder te doen voor hun Europese collega's. Elke maand zorgt KBC Securities-analist Sharad Kumar voor een [ongemeen interessante Belgische holdingupdate](#) op onze Bolero-blog.

inhoudstafel

Mening van het analistenheir	4
<u>Wendel</u>	5
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Wendel	
<u>Italmobiliare</u>	10
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Italmobiliare	
<u>Peugeot Invest</u>	15
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Peugeot Invest	
<u>Financière de l'Odé</u>	19
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Financière de l'Odé	
<u>Tamburi</u>	24
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Tamburi	
<u>Eurazeo</u>	28
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Eurazeo	
<u>Prosus</u>	32
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Tom Simonts over Prosus	
<u>HAL Trust</u>	37
Geschiedenis & Beleggingsstrategie	
Dividenden	
Sharad Kumar over Hal Trust	

Mening van het analistenheir

De Europese holdings worden, op **Compagnie De l'Odé** na, aardig opgevolgd door analisten. **Prosus** telt zelfs 20 cijferaar die elke beweging van de holding nauwkeurig gadeslaan en doorlichten. Hieronder vind je voor elke holding de koers, het gemiddeld koersdoel van de analisten en het daarop gebaseerde opwaartse potentieel.

Company	Country	Last price	Target price	% potential	Market cap (in million)	Currency
Peugeot Invest SA	France	74,0	135,0	82,4%	1.844	EUR
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	9,0	12,6	41,1%	1.650	EUR
Italmobiliare SpA	Italy	28,3	38,5	36,0%	1.203	EUR
Kinnevik AB	Sweden	79,5	106,7	34,3%	21.988	SEK
Eurazeo SE	France	73,1	93,7	28,1%	5.561	EUR
Wendel SE	France	92,0	116,9	27,1%	4.085	EUR
HAL Trust	Netherlands	117,0	145,0	23,9%	10.572	EUR
Exor NV	Netherlands	96,9	117,9	21,7%	21.399	EUR
Prosus NV	Netherlands	39,8	45,1	13,4%	99.006	EUR
Berkshire Hathaway Inc	United States of America	691.500,0	722.000,0	4,4%	992.428	USD
Investor AB	Sweden	311,9	324,2	3,9%	953.646	SEK
Industrivarden AB	Sweden	368,0	380,0	3,3%	158.313	SEK
Compagnie De l'odé SE	France	1.544,0			10.167	EUR

(source: Refinitiv Eikon)

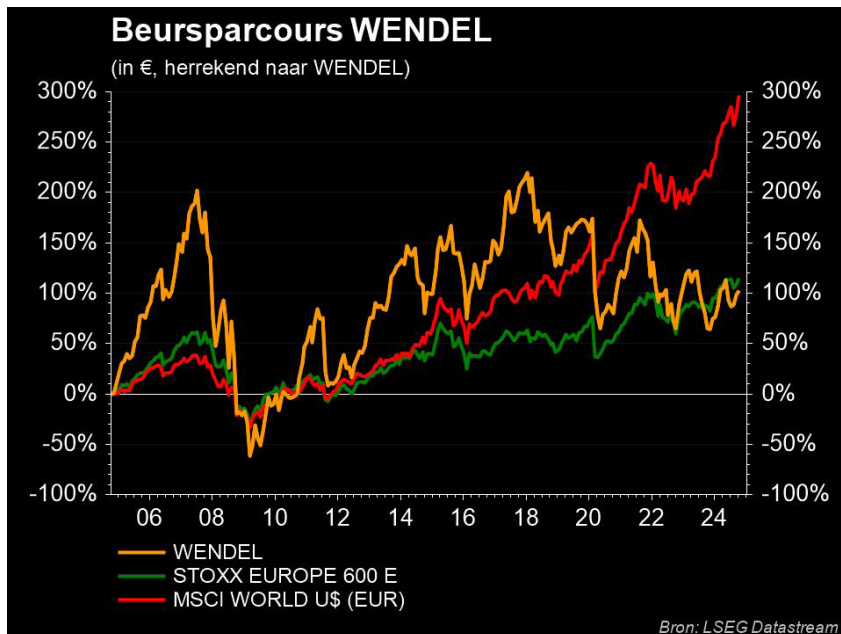
Een aantal holdings die worden besproken zijn **familiale holdings**: zij worden gecontroleerd door een familie, die met eigen kapitaal en dus voor eigen rekening investeert.

In een artikel uit 2022 berekende de krant De Tijd dat de familiale holdings vooral op lange termijn uitblinken. Het gemiddelde rendement bedroeg vorig decennium zowat **17% per jaar**, inclusief de geherinvesteerde dividenden, wat een pak beter is dan de EuroStoxx50 (+10%) of de MSCI World (+12%).

Centraal in de verklaring voor dat grote verschil zijn de langetermijninvesteringshorizon en het feit dat zij het familiekapitaal vanzelfsprekend erg voorzichtig willen beleggen. Voorzichtig, maar mét oog voor rendement.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

Wendel (ISIN-code: FR0000121204)



Geschiedenis

De geschiedenis van Wendel begint, volgens de eigen website, in 1704 wanneer ene Jean-Martin de Wendel de **smederijen van Hayange** (in Frankrijk net onder Luxemburg) kocht. Van 1704 tot 1870 profiteren de smederijen van de grote uitvindingen die de ontwikkeling van de ijzer- en staalproductie versnellen: het smelten van ijzer met cokes, het algemene gebruik van hoogovens en walserijen en de ontwikkeling van de spoorwegen.

Met de invoering van het "Thomas-proces" dat de productie van staal uit Lotharingse erts mogelijk maakte, behoorden de familiebedrijven - Les Petits-Fils de François de Wendel & Cie (opgericht in 1871) en Wendel & Cie (opgericht in 1880) - tot de **belangrijkste staalproducenten van Europa**.

In de 20e eeuw, **hard getroffen door twee wereldoorlogen** die de Lotharingse productiefaciliteiten verwoestten, herstelde de Wendel-groep zich en begon opnieuw te groeien. In 1975 produceerde het 72% van het ruwe staal in Frankrijk. In 1974 leidde de plotselinge **stijging van de olieprijs** tot een algemene economische crisis. De Franse staalindustrie werd geconfronteerd met een ernstige inzinking. Vaste staalprijsen en investeringen in modernisering wurgden de industrie financieel. Op dat moment besloot de regering de Franse staalindustrie te nationaliseren, waardoor Wendel gedwongen werd te reorganiseren.

Alle niet-staalactiva werden samengevoegd in een nieuwe entiteit: Compagnie Générale d'Industrie et de Participations (CGIP). In 1977 kreeg de industriële groep een nieuwe impuls en **begon te diversifiëren** naar nieuwe technologie- en dienstensectoren, zoals **IT-diensten, kwaliteitscontrole en gezondheidszorg**. In 2002 fuseerden Marine-Wendel en CGIP tot Wendel Investissement, dat in 2007 omgedoopt werd tot Wendel.

Sinds 1977 investeerde Wendel in een groot aantal succesvolle industriële ondernemingen, waaronder **Bureau Veritas** (wereldleider in testen, inspectie en certificering), Saint-Gobain, Capgemini, CarnaudMetalbox (Crown Holdings Inc.), BioMérieux, Reynolds, Stallergenes, Wheelabrator Allevar, Valeo, Afflelou, Editis, Deutsch Group, Legrand en Allied Universal.

Beleggingsstrategie

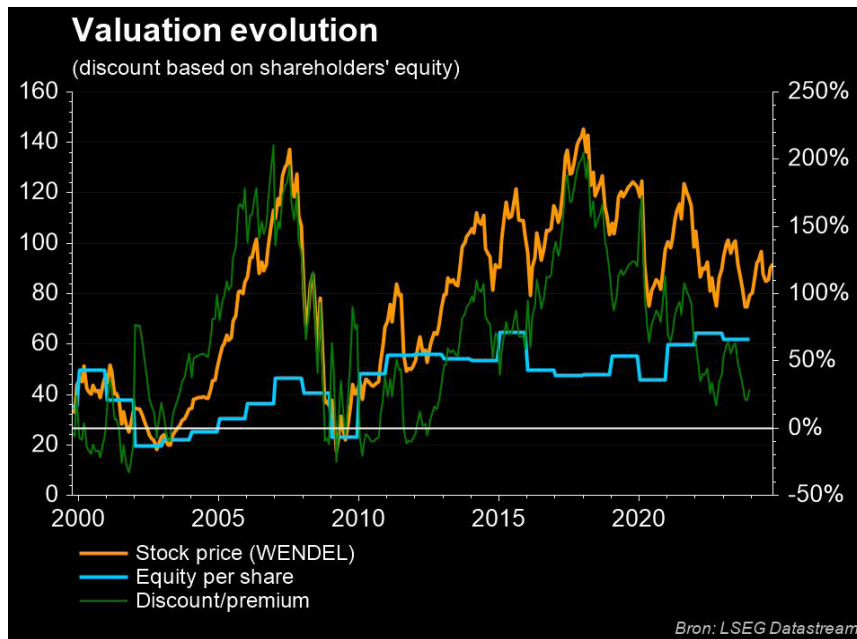
In maart 2023 kwam Wendel met nieuwe strategische doelstellingen. Zo wil het, onder meer, een actief portefeuillebeheer en investeringsbeleid implementeren met de intentie om **tegen 2025 jaar ongeveer 2 miljard euro in aandelen te investeren in West-Europa en Noord-Amerika** en tegelijkertijd de financiële flexibiliteit van de hele groep te optimaliseren.

Er zal ook geïnvesteerd worden **in niet-beursgenoteerde bedrijven**, waarbij Wendel prioriteit geeft aan meerderheidsbelangen. Het wilde zich tot slot actiever inzetten bij het managementteam van Bureau Veritas om de waardecreatie te versnellen.

Dividend

Wendel streeft naar een gemiddeld dividend van ongeveer 2% van de intrinsieke waarde, dat minimaal stabiel zou moeten blijven. Verder legt Wendel zichzelf als doel een gemiddeld dubbelcijferig aandeelhoudersrendement op.

Dividends	2019	2020	2021	2022	2023	2023
	€ 2,80	€ 2,80	€ 2,90	€ 3,00	€ 3,20	€ 4,00
Yield	2,37%	3,17%	2,56%	3,78%	3,21%	5,10%



Tom Simonts over Wendel

Wie kijkt naar het Franse Wendel, kan er niet om heen dat het een **geconcentreerde portfolio** heeft met belangen in enkele grote en middelgrote ondernemingen. Het belang in **Bureau Veritas** alleen al is goed voor iets meer dan de helft van de portefeuille, geflankeerd door een zowat even omvangrijke rist niet-genoteerde participaties met een boekwaarde van 4,4 miljard euro.

Nieuwe CEO

Anders dan wat we gewoon zijn familiebedrijven, is de historie van de groep eerder turbulent dan feeëriek te noemen. Dat blijkt ook het feit dat Laurent Mignon op 2 december 2022 als nieuwe CEO aan het hoofd van de groep kwam te staan om (eindelijk) een **nieuwe en meer ambitieuze ontwikkelingsstrategie brengen** met een duidelijke focus op groeigerichte investeringen en activarotatie.

Wendel wil, naast haar historische hoofdactiviteit, via IK Partners een omvangrijk platform opbouwen dat meerdere particuliere beleggingscategorieën beheert. De ontwikkeling van dat platform zal Wendel voorzien van **terugkerende kasstromen** en **blootstelling aan de prestaties van meerdere activaklassen**. Tegen 2027 moet er 150 miljoen euro aan commissie-inkomsten (FRE) gescoord worden via het beheer van particulier vermogen door derden. Daarvoor mikt het op dubbelcijferige organische groei, maar ook op externe groei in nieuwe activaklassen.

Dé vraag was natuurlijk wanneer 's mans strategie zichtbaar zou worden en dat werd ondertussen al duidelijk via de overname van IK Partners en recent nog Monroe Capital.

IK Partners

Een eerste grote strategische zet was de overname van IK Partners eind 2023, in een deal die in mei 2024 zijn beslag kreeg. Wendel heeft vandaag **51% van IK Partners in handen**, iets waar de holding 383 miljoen euro veil voor had (waarvan nog 128 miljoen euro betaald moet worden op 14 mei 2027). De resterende 49% van het kapitaal van IK zal gekocht worden tussen 2029 en 2032. Wendel heeft nu alvast recht op 20% van de 'carried interest' (soort prestatievergoeding) op alle toekomstige door IK aangetrokken middelen.

Monroe Capital

Midden oktober 2024 werd een 75%-belang verworven in de Amerikaanse **particuliere kredietverstrekker** Monroe Capital, in een **deal van 1,13 miljard dollar** (via startkapitaal en toezegging voor toekomstige investering). AXA IM Prime zou ook 50 miljoen dollar investeren in de deal, die hand in hand gaat met een 'earn-out'-toezegging (verkoop, waarbij koopprijs afhankelijk is van resultaten van de komende jaren) van 225 miljoen dollar en nog wat toezeggingen voor zo'n 800 en 200 miljoen dollar.

De deal is duidelijk een grote, zelfs transformatieve, stap richting doelstelling om het vermogensbeheerplatform van Wendel in 2025 185 miljoen euro winst voor belastingen te laten genereren.

Globeducate

In juli 2024 sloeg Wendel de handen in elkaar met investeringsgroep Providence Equity Partners. Beide partners namen het Spaanse Globeducate over, **een van 's werelds grootste internationale K-12 onderwijsgroepen**. De kostprijs voor Wendel was niet min: ongeveer 625 miljoen euro, in ruil voor zo'n 50% van Globeducate. Dat is actief in 11 landen met 65 tweetalige en internationale scholen en onlineprogramma's. De overname moet in het boekjaar tot en met augustus 2025 zo'n 440 miljoen euro omzet en zo'n 120 miljoen euro bedrijfskasstroom realiseren.

Een deel van dat geld komt via de **verkoop van 40,5 miljoen aandelen** in de historische participatie **Bureau Veritas**. Wendel dumpte in april ongeveer 9% van het aandelenkapitaal op de markt om zo ongeveer 1,1 miljard euro cash binnen te rijden. Wendel heeft nu nog 26,5% in handen, wat ongeveer 3,1 miljard euro waard is.

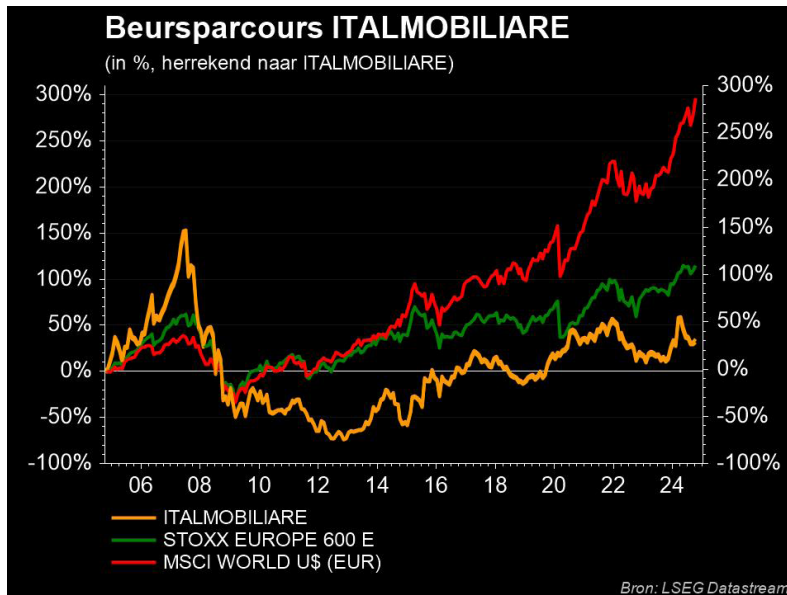
Hoge korting

De **intrinsieke waarde** klokte eind september 2024 af op 178,5 euro, terwijl de beurskoers schommelt rond 92 euro. Dat maakt dat de huidige korting van zo'n 50% bijzonder groot is, ondanks ze eerder terugviel van 48% per einde 2022 naar 42% per eind maart 2023.

Die hoge korting kan verklaard worden door een **relatief hoog concentratierisico** in het genoteerde deel, want beleggers kunnen ook rechtstreeks een positie nemen in Bureau Véritas, zonder daarbij het risico van de niet-genoteerde belangen op zich te moeten nemen. De schuldgraad op het niveau van Wendel is beperkt tot zo'n 6%, maar beleggers kunnen dan wel weer profiteren van hefboomeffecten bij desinvesteringen uit de niet-genoteerde portefeuille. Net zoals dat het geval is bij bijvoorbeeld Sofina of Brederode zitten daar immers wél schulden.

Het opwaarts potentieel om tot aan het **gemiddelde koersdoel van 116 euro** te komen bedraagt 26,3%. Er zijn betere, veiligere en voorspelbaardere alternatieven. [> Terug naar Inhoudstafel](#)

Italmobiliare (ISIN-code: IT0005253205)



Geschiedenis

Italmobiliare werd in 1946 opgericht door **Italcementi S.p.A.** (Italiaanse producent van cement, beton en bouwaggregaten) als vehikel om investeringen buiten de bouwmaterialensector in onder te brengen. Met de eerste transacties verwierf Italmobiliare een aantal controlerende belangen in de **kredietsector**, in de **verzekeringsector**, in de **uitgeverijsector** en in de sector van **openbaar vervoer**.

De volgende jaren stapte de holding in verschillende bedrijven, onder meer uit de banksector en verkocht ook enkele belangen. In 1979 werd Italmobiliare de **holding boven de hele groep**, toen het de meerderheid van de Italcementi-aandelen verwierf.

In 1980 trok Italmobiliare naar de beurs van Milaan. De (des)investeringen volgden elkaar op. Zo werd in 1992, bij de grootste internationale overname door een Italiaanse groep tot dan toe, de meerderheid van **Ciments Français** (Franse cementproducent) overgeheveld naar Italcementi, dat zo wereldleider werd in de bouwmaterialensector.

In 2016 verkocht het Italcementi aan **HeidelbergCement**, waardoor Italmobiliare een moderne investeerdersholding werd. De controle van Italmobiliare gebeurt door de Italiaanse Pesenti-familie via een 49%-belang.

In 2023 verkocht de holding haar belang in **Gruppo Florence** (textielproductie voor luxekleding) en nam ze deel aan het "Science Based Targets Initiative"

waarmee ze de emissiereductiedoelen in lijn stelt met het "Net Zero"-scenario.

In februari 2024 verkocht Italmobiliare 32% van haar 100%-belang in **AGN Energia** en kreeg daarvoor 100 miljoen euro. Dat leverde een winst op van 25,4 miljoen euro.

Beleggingsstrategie: investeren in Italiaanse excellentie

Italmobiliare wil optreden als bevoorrechte, strategische partner via meerderheids- of minderheidsdeelnemingen bij de ontwikkeling van, naar eigen zeggen, excellente Italiaanse bedrijven. Italmobiliare doet geen directe investeringen van louter financiële of speculatieve aard of met een uitgesproken gebruik van schulden.

In plaats daarvan gebruikt het een alternatieve benadering van "**buy-out**"-operaties (uitkopen van eigenaars), waarbij het investeert in opportuniteiten die, net zoals Italmobiliare, focussen op de lange termijn.

Er zijn drie divisies. De "**portfolio-bedrijven**" zijn goed voor 72% van de portefeuille (met een intrinsieke waarde van 1,14 miljard euro). Daarnaast zijn er "**private-equityfondsen**", goed voor 11% van de portefeuille. De derde divisie heet "**Other Investments**", die tekent voor zo'n 14% van de intrinsieke waarde. Het gaat om een portefeuille van beleggingen in gediversifieerde sectoren gericht op beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde bedrijven die interessante groeivoorzichten of stabiele beleggingsrendementen bieden. De overige 3% zit in **vastgoed**.

Portfolio-bedrijven



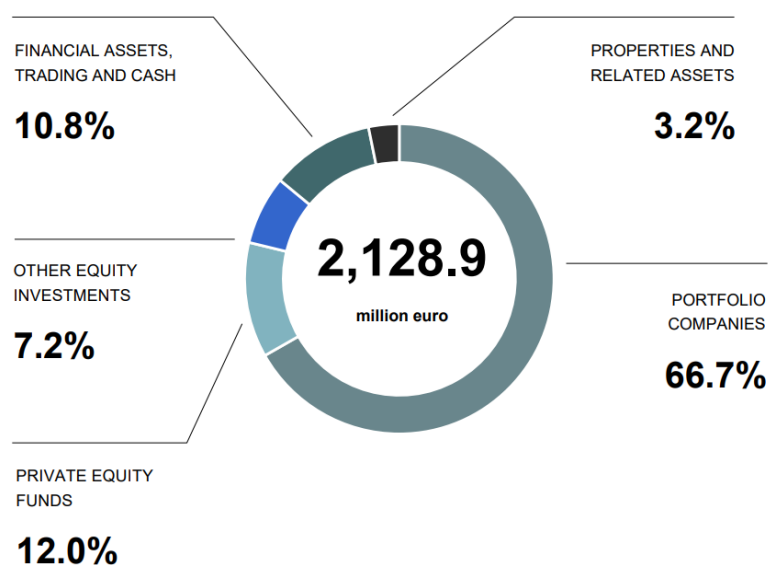
Private-equityfondsen en -bedrijven



Andere investeringen



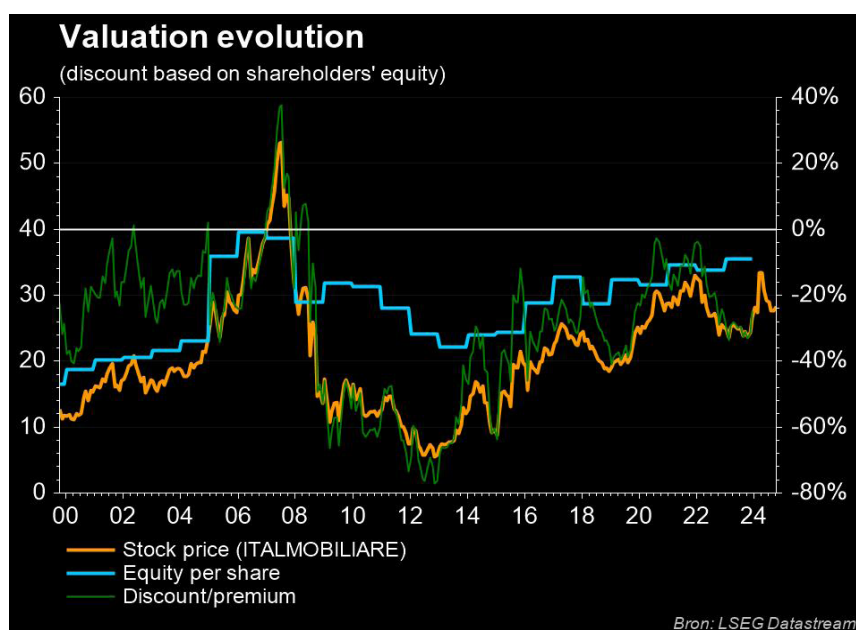
De netto-intrinsieke waarde op 30 juni 2024



Dividend

De laatste jaren wordt het dividend **gestaag groter**. Over de boekjaren 2019 (uitbetaling 2020), 2021 (uitbetaling 2020) werd er een buitengewoon dividend uitgekeerd van respectievelijk 1,20 en 0,70 euro. Voor boekjaar 2023, uitgekeerd in april 2024, bedroeg het dividend 0,80 euro, met een uitzonderlijk dividend van 2,20 euro, voor een totaal dividendbedrag van 3 euro.

Dividends	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 0,55	€ 1,80	€ 0,65	€ 1,40	€ 0,70	€ 3,00
Yield	2,75%	8,79%	2,20%	7,12%	2,79%	8,68%



Tom Simonts over Italmobiliare

Italmobiliare ontpopte zich in de loop der jaren tot een investeerder die vergelijkbaar is met de Belgische holding Gimv. Het focust zich sinds 2017 immers helemaal op de **Italiaanse niet-beursgenoteerde middenmarkt**. Door de blijvend uitdagende economische omstandigheden is er vooral in dat land een gebrek aan interesse vanuit institutionele beleggers.

De portefeuille catalogeren op basis van een sectorbenadering is eerder lastig, maar de focus ligt wel overwegend op industriële bedrijven, verzekeraars en energiebedrijven. De drie grootste belangen zijn **Caffè Borbone** (60% belang), **Officina Profumo SMN** (95% belang) en **Tecnica** (40% belang). Samen wegen deze drie 50% in het geheel, dat alles bij elkaar genomen een stevige bouillabaisse oplevert voor de financieel directeur.

Stabiliteit in het tweede kwartaal

In afwachting van derdekwartalcijfers, geven we mee dat de intrinsieke waarde na het tweede kwartaal landde op 2,1 miljard euro, wat 2% meer is dan in het eerste kwartaal (na correctie voor uitbetaalde dividenden).

Per aandeel was dat zo'n 50,4 euro per aandeel, wat de discount op 40% zette. Op de balans noteren we een **grote oorlogskas van zo'n 232 miljoen euro**, terwijl de resultatenrekening stabiele prestaties van de industriële activa liet zien.

De omzet van de industriële holdings (zonder rekening te houden met energie en financials) bleef vlak, ondanks 8,4% groei bij Borbone en 25% groei bij Santa Maria Novella. De omzet van Tecnica daalde immers met 10%. De industriële portfolio hield de totale bedrijfskasstroom (EBITDA) wel stabiel, omdat een terugval bij Tecnica gecompenseerd werden door een toename bij Santa Maria Novella en Casa della Salute.

Bij gebrek aan duidelijke handvaten om de portefeuille te waarderen op basis van de waarde van de verschillende onderdelen, wijzen die groepscijfers er wel op dat de **onderliggende gezondheid niet meteen ter discussie** staat. En dat is ook niet het geval voor het management.

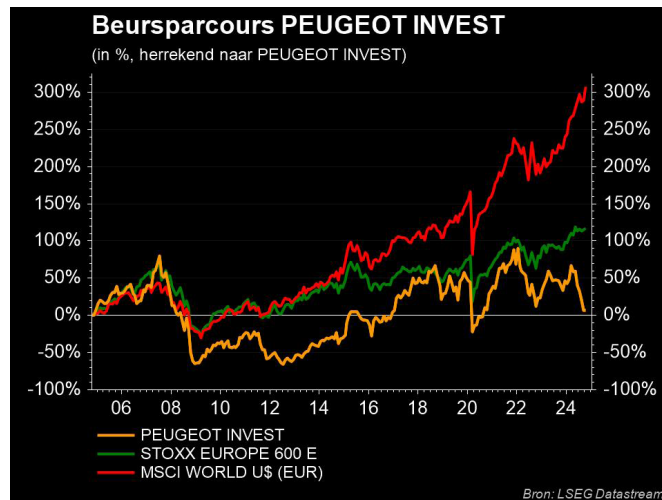
Tegenover een marktwaarde van om en bij 1,2 miljard euro, staat een beheerd vermogen van zowat 2,1 miljard euro en een intrinsieke waarde die ergens daartussen ligt. De discount verhoogde, net zoals bij andere specialistische investeerders, recent tot niveaus die dicht tegen 50% aanleunen. Nochtans is daar geen reden voor. Voor analisten die het aandeel opvolgen, schommelt de **intrinsieke waarde rond 42 euro** of zelfs wat hoger. Gelet op de focus op de Italiaanse middenmarkt en de eeuwige onzekerheid over de échte waarde van heel wat belangen, is die discount structureel.

Conclusie

Daarom is het zaak dat er ook in 2024 en 2025 activa verkocht kunnen blijven worden, aan prijzen die, zoals dat traditioneel altijd wel het geval is, boven de huidige boekwaarde liggen. Net zoals Gimv zal Italmobiliare er zo in slagen waarde te blijven creëren. Omdat kortetermijnbeleggers daar vandaag geen oren naar hebben, liggen hier duidelijk **kansen voor langetermijnbeleggers**. Dat blijkt ook uit het gemiddelde koersdoel van zo'n 38,5 euro, wat vlot 35% boven de huidige beurskoers ligt.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

Peugeot Invest (ISIN: FR0000064784)



Geschiedenis

In 1810 creëren de **gebroeders Peugeot** hun eerste industriële mechanische activiteit in het Franse graafschap Doubs, tegen de Zwitserse grens. 80 jaar later komt Peugeot met de eerste benzineauto naar de markt. In 1929 wordt de vennootschap Foncière, Financière et de Participations (FFP) opgericht. FFP wordt bij een reorganisatie **FFP Group**, is dan **hoofdaandeelhouder van Peugeot SA (PSA)** en wordt gecontroleerd door Établissements Peugeot Frères, die de belangen van de **familie Peugeot** verdedigt.

In 1989 trekt FFP Group naar de beurs. De holding wordt dynamischer wanneer Robert Peugeot drie jaar na de laatste eeuwwisseling CEO van FFP Group wordt. Hij begint een **ambitieuze diversificatiestrategie**. Er volgen participaties in, onder meer, het autowegennet **Sanef**, de fabrikant van materialen voor lucht- en ruimtevaart **Zodiac Aerospace**, zorgvastgoedbedrijf **Orpéa**, investeringsmaatschappij **Tikehau**, vakantieparkenuitbater **Roompot**, vastgoed,...

In 2021 verandert FFP Group haar naam in Peugeot Invest. Dat jaar organiseert het mee de fusie tussen Peugeot SA (PSA) en Fiat Chrysler Automobiles (FCA, zie het stuk over holding Exor uit [Deel I](#)), die resulteert in het **ontstaan van Stellantis**. Op 31 december 2021 was 80% van de Peugeot Invest-aandelen in handen van de familie Peugeot via Établissements Peugeot Frères. De rest van de aandelen is vrij verhandelbaar op de beurs. De nettovermogenswaarde bedroeg 5,9 miljard euro.

Vanaf 28 oktober 2024 zwaait Jean-Charles Douin de scepter over Peugeot Invest. De man heeft 20 jaar ervaring met private equity en werkte eerder voor de Zwitserse bank UBS en het pensioenfonds voor leerkrachten in Ontario (Canada). Er zouden dus meer deals op stapel moeten komen te staan, bovenop enkele grote operaties in 2023. Toen werd onder meer in **Rothschild & Co** geïnvesteerd, terwijl de groep dit jaar haar volledige belang (4,02%) in de Frans producent van huishoudtoestellen **SEB** aan 106 euro per aandeel verkocht voor een totaalbedrag van 236 miljoen euro. Een goeie deal, want sinds de investering in 2004 steeg de waarde met een factor 4,3x.

Net asset value at 30 June 2024

In €m	% Hold	Valuation	% Gross Asset value
Stellantis		3,168	50%
Forvia		52	1%
Peugeot 1810 (A)	76.5%	3,220	51%
Lisi	10.3%	111	2%
CIEL group	6.8%	17	0%
Spie	5.1%	287	5%
Immobilière Dassault	19.8%	61	1%
Σ Listed holdings		476	7%
Σ Non listed holdings		398	6%
Holdings (i)		874	14%
Private equity funds (ii)		970	15%
Co-investments (iii)		940	15%
Other financial assets		20	0%
Cash		329	5%
Other Assets (iv)		349	5%
Investment Gross Asset Value (i)+(ii)+(iii)+(iv) = (B)		3,133	49%
Gross Asset Value = (A) + (B)		6,353	100%
Debt (C)		703	
Net Asset Value = (A) + (B) - (C)		5,650	
i.e. per share		226.7	€

Beleggingsstrategie

Als een van de historische aandeelhouders van Stellantis en steunend op haar industriële ervaring wil Peugeot Invest **in de auto-industrie actief blijven**. Dat gebeurt via de **divisie Peugeot 1810** (waarvan Peugeot Invest 76,5% bezit). Peugeot 1810 bezit 7,4% van de aandelen van **Stellantis** en 3,1% van de aandelen van **Forvia**. Die laatste verenigd Faurecia en HELLA tot een grote Franse toeleverancier van auto-onderdelen aan onder meer Volkswagen, Ford en – uiteraard – Stellantis. Peugeot 1810 maakt zo'n 51% van de intrinsieke waarde uit.

Daarnaast neemt de holding **minderheidsparticipaties in diverse, veelal Europese bedrijven**, die **leider zijn in hun sector**. Peugeot wil een actieve rol in het bestuur spelen en de bedrijven ook financieel steunen zodat ze zich kunnen ontwikkelen.

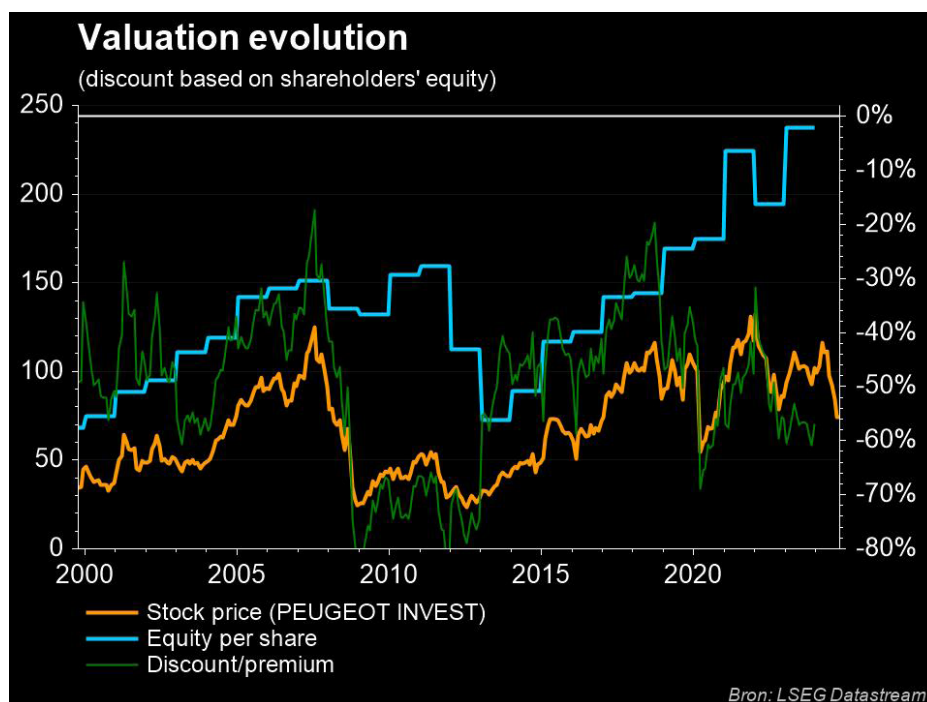
De investeringen variëren tussen de 50 en 200 miljoen euro, waarmee minstens 5% van de aandelen aangekocht wordt. Peugeot Invest noemt zichzelf een partner voor de lange termijn. Belangen in **LISI** (waarvan het in januari een belang van 4% verkocht), **Ciel**, **Spie** en **Immobilière Dassault** wegen zo'n 14% van de intrinsieke waarde. Lisi levert producten voor assemblages in de luchtvaart-, auto- en medische wereld, terwijl Spie actief is in elektrische, mechanische en klimatologische engineering.

Ook investeert de holding samen met partners, waaronder Wendel, in **private equity** voor bedragen vanaf 10 miljoen euro of in **private-equityfondsen** voor bedragen tussen de 10 en 25 miljoen euro. Die activiteit tekent vandaag voor zowat 15% van de intrinsieke waarde.

Dividenden

Peugeot Invest wil het dividend gestaag laten groeien:

Dividends	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 1,60	€ 1,80	€ 2	€ 2,15	€ 2,15	€ 2,35	€ 2,65	€ 2,85	€ 3,25
Yield	2,39%	2,04%	1,91%	2,17%	3,39%	2,07%	2,44%	2,71%	2,94%



Tom Simonts over Peugeot Invest

Begin 2021 veranderde het toenmalige FFP haar naam in Peugeot Invest en die verandering doet de portefeuille alle eer aan. Al veel langer is de groep namelijk een veel bonter allegaartje van investeringen dan enkel een belang in **Stellantis**, dat wel zo'n **50% van de intrinsieke waarde uitmaakt**.

Dividenden vs schulden

Op de balans prijken ook ongeveer **700 miljoen euro schulden**, goed voor een schuldratio van 11%. Dat cijfer daalde in 2022, hoewel er vlot 329 miljoen euro werd gepompt in private-equityfondsen. Maar die schulden staan tegenover een pak erg **stabiele dividenden**. Zo ontving en ontvangt Peugeot Invest jaarlijks net geen 300 miljoen euro, vooral afkomstig van Stellantis.

De verhouding tussen een kerninvestering in Stellantis, een hele rist satellieten die daarrond cirkelen en kunnen tekenen voor groei en extra dividenden, aangevuld met stabiele dividenden, maken het een **klein, maar fijn investeringsvehikel**.

Einde juni 2024 bedroeg de **intrinsieke waarde 227 euro per aandeel** tegenover een koers per aandeel van 89,8 euro. Het verschil tussen beide is historisch gezien altijd fenomenaal groot geweest, maar bevindt zich dezer dagen weer ver boven de historische vork van 40% à 55%. De teller schommelt zelfs rond 65%, en dat heeft natuurlijk alles te maken met de **klappen die de autosector te verwerken krijgt**. Zo daalde het aandeel van Stellantis met 30% sinds midden juli 2024, wat de schuldgraad opdrijft én de vraag doet stellen hoe het verder moet met de Europese autobouwers.

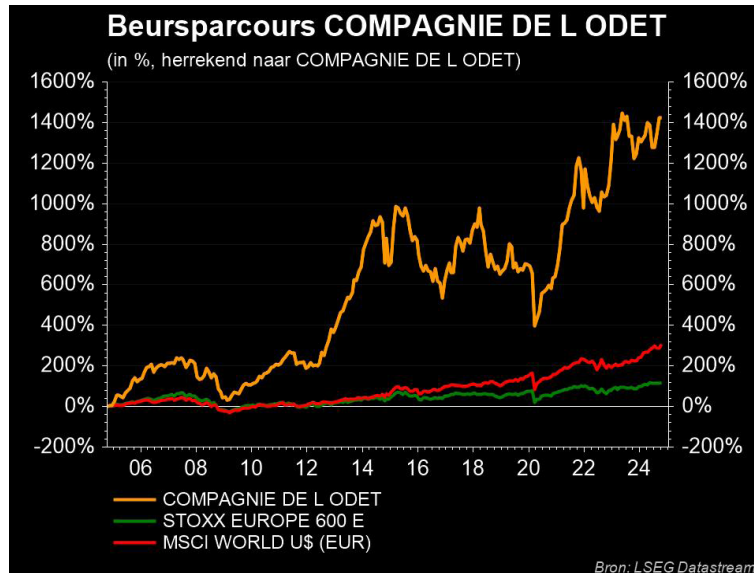
Conclusie

Anders dan een jaar geleden lijkt het erop dat beleggers té negatief zijn over Peugeot Invest. Een bijna interstellaire **korting van 65% is bijzonder groot**, vooral omdat ze gebaseerd is op een intrinsieke waarde die voor de helft bepaald wordt door de beurskoers van Stellantis.

Die visie wordt gesteund door een **gemiddeld koersdoel van 135 euro per aandeel**, wat vlot 75% boven de huidige koers ligt. Dat potentieel is onder meer gebaseerd op van het intrinsieke potentieel van Stellantis en de nakende aanstelling van Jean-Charles Douin als CEO. **Zeer koopwaardig**.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

Compagnie de L'Odet (ISIN-code: FR0000062234)



Geschiedenis

Compagnie de l'Odet (voorheen Financière de l'Odet) heeft haar hoofdkantoor in Puteaux, een wijk in Parijs. Het noteert op Euronext Parijs. De Bretoense **familie Bolloré** bezit de meerderheid van de aandelen van de holding.

De oorsprong gaat terug tot 1822 toen Nicolas Le Marié de papierfabrikant Papeteries d'Odet oprichtte. De **Odet is een rivier** die ontspringt in Bretagne en bijna heel het schiereiland doorkruist. Ze loopt door de stad Quimper en mondt uit in de Atlantische Oceaan. Via een watermolen op de Odet liet de papierfabrikant de machines draaien.

Vanaf 1861 werd het bedrijf geleid door Jean-René Bolloré, een aangetrouwde neef. Sindsdien bleef het bedrijf gecontroleerd door de familie Bolloré. Later wordt het een van de vele investeringsvehikels van de familie. Compagnie de l'Odet is **hoofdaandeelhouder van de holding Bolloré** (ISIN-code: FR0000039299), die haar hoofdkantoor ook in Puteaux heeft liggen.

Die Bolloré-holding opereert via de volgende hoofddivisies:

Energiedistributie – Bolloré Energie;

Communicatie – belangen in Universal Music Group en Vivendi SE (Canal+, Lagardère, Havas, Gameloft, Prisma Media, enz.);

Industrie (slimme mobiliteit, automatische systemen, enz.) – Bluecar, Bluebus, Bluestorage, Blue-oplossingen en plastic films.

Naast zijn verschillende activiteiten beheert Bolloré ook een reeks financiële

activa, bestaande uit plantages, vastgoedactiva en een portefeuille van financiële holdings. Volgens het Amerikaanse magazine Forbes wordt Compagnie de l'Odéon beschouwd als een van de grootste beursgenoteerde bedrijven ter wereld.

Beleggingsstrategie

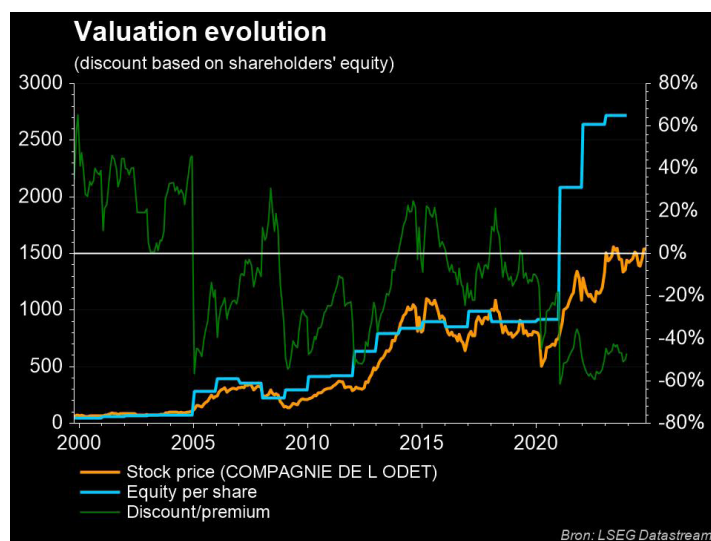
Aangezien Compagnie de l'Odéon vooral in **Bolloré** investeert, is het nuttiger de beleggingsstrategie van Bolloré onder de loep te nemen. De website van Bolloré is echter **weinig concreet** en pakt uit met een aantal nietszeggende pijlers: bevorderen van mensenrechten, het verenigen en beschermen van vrouwen en mannen binnen de portefeuillebedrijven, innoveren met het oog op grote milieu-uitdagingen en een langdurige inzet voor regionale ontwikkeling.

De realiteit is veeleer dat 'peetvader' **Vincent Bolloré** (72) een **keihard onderhandelaar** is met een scherpe neus voor zaken. Als een echte dealmaker stapt hij in ondergewaardeerde bedrijven, om er na verloop van tijd en vaak via een potje armworstelen, zijn macht in te vergroten. Vincent Bolloré is **berucht voor zijn manier van handelen** en kwam in Frankrijk meermaals in opspraak omwille van **vermeende censuur bij zijn mediabedrijven**. In maart 2019 gaf Vincent de CEO-fakkel van Bolloré SE door aan zijn jongste zoon **Cyrille** (38), al blijft vader over de schouder mooi mee loeren.

Dividenden

Het dividend is al jaren nagenoeg een **niemendal**. Odéon gaat af en toe over tot het inkopen van eigen aandelen om aandeelhouderswaarde te creëren.

Dividends	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 1,00	€ 1,00	€ 1	€ 1,00	€ 1,00	€ 3,00	€ 3,60	€ 3,30	€ 4,00
Yield	0,13%	0,11%	0,11%	0,12%	0,15%	0,27%	0,30%	0,24%	0,29%



Tom Simonts over Compagnie de l'Odet

Compagnie de l'Odet is de facto de spilholding die het zakelijke imperium van de Bolloré-familie finaal controleert. Dat wil zeggen dat het aandeel in principe alle controlepremies bundelt, maar het is onderhevig aan **lage liquiditeit**, een **erg lage portefeuillerotatie**, een **chronisch gebrek aan opvolging door analisten** en kampt dus met een hoge korting op de intrinsieke waarde. En die intrinsieke waarde is omwille van de groepsstructuur nogal etherisch te noemen.

Gigantische simplificatie al 10 jaar in de maak

Opmerkelijk is ook de mate waarin een **kluwen aan familiale, al dan niet beursgenoteerde structuren** via onder meer Bolloré Participations SE, Nord-Sumatra Investissements, Financière Moncey, Sofibol, Compagnie du Cambodge, Compagnie des deux Coeurs, Impérial Méditerranéen en nog veel meer tussenbedrijven opgezet werd **om de familiale controle op solide wijze te verzekeren en te verankeren**. Missie geslaagd, dat wel.

Wie zelf zin en tijd heeft om één en ander bij elkaar te puzzelen, kan terecht op [het organigram van Odet](#). We deden het een heel kleine beetje voor jou. De familiale aandeelhouders houden vandaag zo'n 92,7% aan van "Odet", dat zelf 67,4% controleert van de beursgenoteerde holding Bolloré SE. De free float, of het aantal op de beurs verhandelbare aandelen, van Odet bedraagt dus amper 7,41%, tegenover 22,6% op het niveau van Bolloré.

Dat organigram is een forse simplificatie van de realiteit. Er zijn namelijk **héél veel tussenholdings**, die vaak een obscuur beursgenoteerd bestaan leiden. Op 17 juli 2024 bijvoorbeeld werd Compagnie de Cornouaille in Bolloré SE geplooid, zodat die laatste nu rechtstreeks de belangen in **UMG** (18%) en **Vivendi** (29,3%) bezit.

Ook kondigde Bolloré SE op 12 september 2024 aan om drie openbare overnamebiedingen tegelijkertijd uit te voeren, inclusief verplichte uitrookprocedures. Concreet gaat het om alle aandelen die nog niet in eigen bezit zijn van de beursgenoteerde vehikels **Compagnie du Cambodge**, **Financière Moncey** en **Société Industrielle et Financière de l'Artois**.

De betaling gebeurt in cash, via een ruilbod in aandelen UMG of een combinatie daarvan. Om het nog plezanter te maken zullen deze drie biedingen pas worden uitgevoerd nadat de fusies tussen Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard en Compagnie du Cambodge en Compagnie des Tramways de Rouen en Financière Moncey voltooid zullen zijn. Dat werd een feit op 21 oktober 2024.

Toujours en mouvement

Er beweegt dus één en ander, zoveel is duidelijk. En ook operationeel is het altijd wel wat reilen en zeilen bij de spilholdings van de Bolloré-familie.

Compagnie de l'Odéot kocht in de eerste jaarhelft (tot en met augustus 2024) ook al **19,4 miljoen aandelen van Bolloré SE**. Dat mocht 111,2 miljoen euro kosten, in ruil voor een extra 0,68% van het aandelenkapitaal. Bolloré SE zelf kocht intussen 1,7 miljoen eigen aandelen in voor 10 miljoen euro als onderdeel van het inkoopprogramma.

Opsplitsing Vivendi

Einde februari 2024 rondde Bolloré de **verkoop van zijn volledige belang in Bolloré Logistics** af in ruil voor 4,85 miljard euro cash van Groupe CMA CGM (en een meerwaarde van liefst 3,7 miljard euro). Momenteel bekijkt Bolloré de opsplitsing van mediaconglomeraat Vivendi, maar ondertussen verwierf de Bolloré Groep een bijkomende 9,2 miljoen aandelen UMG voor 197 miljoen euro.

Als die hele zwik bij elkaar gegooid wordt, dan koop je via de Compagnie de l'Odéot een been in sectoren "Communicatie", "Industrie" en "Energy" van Bolloré SE, waaronder onder meer belangen vallen in Plantations des Terres Rouges (plantages met katoen, pindanoten en maïs in de VS), Vivendi SE (29,5%) en Universal Music Group.

Op economische basis draaiden die participaties samen zo'n **10 miljard euro omzet in het eerste halfjaar**, 4% meer dan een jaar eerder. Dat leverde een geconsolideerde **bedrijfswinst** (EBITA) op van **611 miljoen euro**, vlot 10% meer op jaarbasis. En daarvan komt zo'n 67,4% toe aan de aandeelhouders van "Odéot".

Hoe waardering dan berekenen?

De waardering maak je als belegger op basis van het **belang in het beursgenoteerde Bolloré SE**, aangevuld met de **nettokaspositie**, om het simpel te houden. En hou rekening met het dividend, omdat het dividendbeleid best opmerkelijk is. De coupon verdubbelde in 2014 tot 1 euro per aandeel en bleef nadien stabiel tot en met 2019. In 2020 verdrievoudigde de coupon tot 3 euro. Voor wie weten wil wat de toekomst brengt: we hebben geen idee.

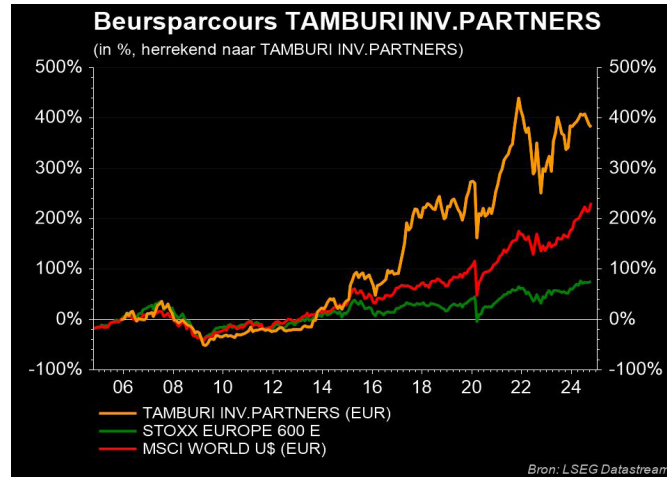
Wel zeker is dat de dividenden de financiële belangen van de familie dienen, met name de twee belangrijkste aandeelhouders van Odéot: Sofibol (57,2% belang) en Compagnie du Cambodge (19,1% belang). Die twee kopen namelijk al jaren aandelen Odéot bij, maar zoals eerder geschreven zal "Cambodge" weldra van de beurs verdwijnen door een lopend overnamebod van Bolloré.

Conclusie

De huidige marktwaarde van Compagnie de l'Odét bedraagt 10,2 miljard euro, terwijl het 67,4%-belang in Bolloré SE alleen al 11,4 miljard euro waard is. Die **onderwaardering zou de komende periode kunnen wegsmelten** omdat de groep, na 10 jaar aanmodderen, het kluwen aan vennootschappen aan het opkuisen is om de groep klaar te maken voor de volgende generatie.

Analisten met een officieel koersdoel zijn niet te vinden via de databank van LSEG, maar elke opkuisoperatie of verhoging van een belang door één of andere gecontroleerde vennootschap zou de korting verder kunnen doen dalen. Onderliggend kan er dan weer waarde gecreëerd worden op het niveau van de portefeuillebedrijven van Bolloré. Een kluwen, en **misschien net daarom ideaal om Odet de komende decennia stof te laten vergaren als mogelijke "schat op zolder"**. [> Terug naar Inhoudstafel](#)

Tamburi Investment Partners (ISIN-code: IT0003153621)



Geschiedenis

TIP is een jonge investeringsmaatschappij, **opgericht in 2000**, en wil investeren in bedrijven die zich in een sterke ontwikkelingsfase bevinden en die graag willen profiteren van nieuwe technologieën.

Aanvankelijk wilde het, als niet-beurgenoteerde investeerder, 15 miljard Italiaanse lire (8 miljoen euro) ophalen bij minder dan 10 aandeelhouders, maar de marketingcampagne bleek van een hoog niveau. TIP trok onmiddellijk een aanzienlijke belangstelling en de inschrijvingen overschreden de 100 miljard Italiaanse lire (50 miljoen euro).

TIP startte met een **voorzichtig investeringsbeleid**. Zo werden investeringen in pure start-ups vermeden en lag de focus op de dienstensector. Vanaf 2002 begon de holding te investeren in beursgenoteerde ondernemingen.

In 2005 trok TIP naar de beurs en vanaf eind 2010 zijn de aandelen verhandelbaar op het STAR-segment van de Borsa Italiana. Negen jaar later diversifieerde de holding haar investeringsactiviteit door een project op te starten dat gewijd is aan **middelgrote ondernemingen** die op middellange termijn een beursnotering beogen: 'TIP Pre-IPO' of '**TIPO**' (IPO staat voor Initial Public Offering of private aandelen die voor het eerst via een beursgang publiek beschikbaar worden gemaakt). TIPO richt zich op investeringen in bedrijven met een omzet tot 200 miljoen euro en met een investeringsdoelstelling **tussen 20 en 50 miljoen euro per transactie**.

In 2017 start TIP met '**StarTip**': een hub in digitale en technologische innovatie "made in Italy", waarin de aandelen zijn ingebracht die al werden aangehouden door zowel Digital Magics (de belangrijkste incubator van Italiaanse start-ups) als door Talent Garden (eerste 'EU co-working'-netwerk voor digitale start-ups).

Met een totaal beschikbaar te investeren kapitaal van **100 miljoen euro** en toegang tot een eigen netwerk wil StarTIP de versnelde ontwikkeling van Italiaanse innovatieve organisaties ondersteunen.

Beleggingsstrategie

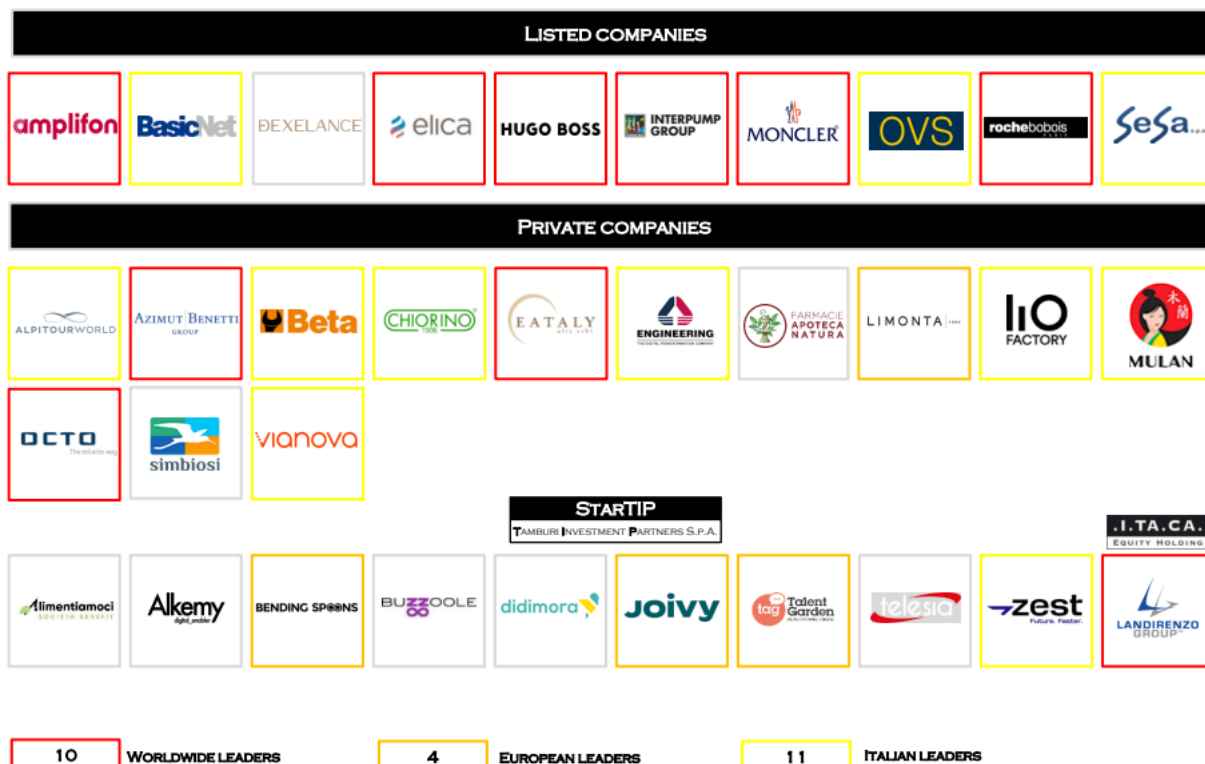
TIP focust zich op twee activiteiten:

1) **Aanhouden van minderheidsinvesteringen**, gericht op Italiaanse en Europese beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen, die in staat zijn om te groeien naar 'excellentie' en leiderschapsposities in hun sectoren kunnen verwerven of hebben;

2) **Geven van advies** op het gebied van overnames, beursgangen, fusies en bedrijfsfinanciën, voornamelijk gericht op de behoeften van middelgrote ondernemingen en Italiaanse ondernemersfamilies.

De holding zegt **onafhankelijk te werken** van alle grote financiële groepen en steunt op een groot netwerk van Italiaanse ondernemers. **Over de laatste tien jaar was er volgens TIP een return van meer dan 500% voor de aandeelhouders.**

Midden 2024 zag de portefeuille van TIP er als volgt uit:

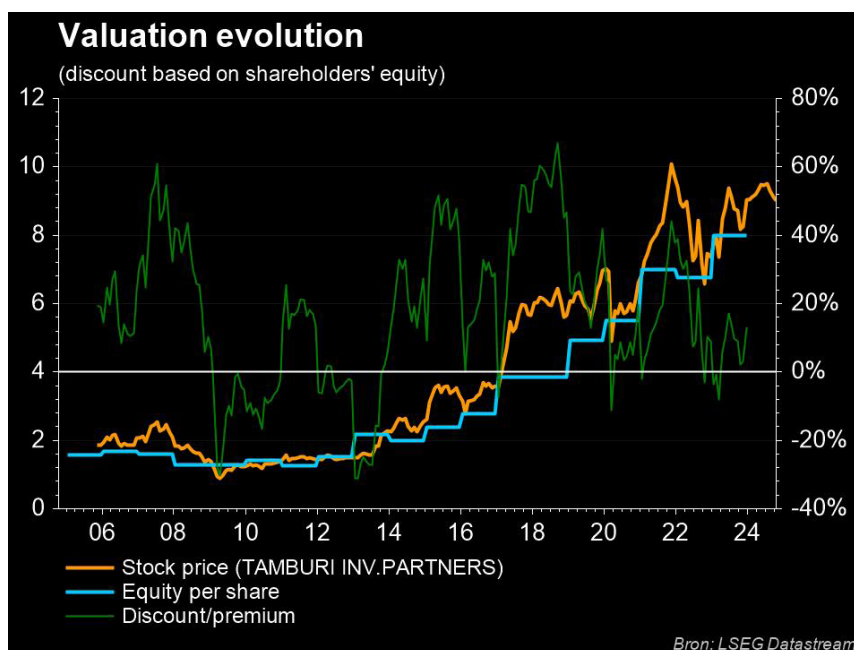


Dividenden

Hoewel het niet wordt uitgesproken, lijkt TIP elk jaar minstens een gelijkwaardig of stijgend dividend uit te keren.

In april 2023 werd een aandeleninkoopprogramma opgestart voor 5 miljoen aandelen. Dat liep in april 2024 af, maar momenteel loopt er nieuwe programma. **TIP bezit zo'n 19,04 miljoen eigen aandelen**, goed voor 10,328% van het kapitaal. Het is niet duidelijk wat daarmee staat te gebeuren.

Dividends	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 0,06	€ 0,07	€ 0,07	€ 0,07	€ 0,09	€ 0,10	€ 0,11	€ 0,13	€ 0,15
Yield	1,73%	1,19%	1,16%	1,14%	1,57%	1,29%	1,32%	1,79%	1,60%



Tom Simonts over Tamburi Investment Partners

Tamburi Investment Partners (TIP) is een weinig gekende Italiaanse investeringsmaatschappij. Ze werd **in 2000 opgericht** door Giovanni Tamburi, Alessandra Gritti en 56 ondernemers en werd in 2005 naar de beurs gebracht. De focus op Italiaanse middelgrote ondernemingen leverde een rist succesvolle Italiaanse deals op met onder meer **Amplifon** ('s werelds grootste hoortoestelverkoper), **Interpump** (producent van hogedrukwaterpompen), **OVS** (kledingbedrijf) en **Moncler** (kledingmerk).

De groep richt zich ondertussen meer en meer op de ondersteuning van **niet-beursgenoteerde ondernemingen**, gebruikmakende van zijn omvangrijke netwerk. Vandaag bestaat nog maar zo'n 30% van de portefeuille uit

beursgenoteerd papier, waarbij de balans doorslaat naar niet-genoteerde bedrijven. De financiering daarvan weerspiegelt het aandeelhouderschap:

Tamburi maakt namelijk graag en veel gebruik van schulden. De nettoschuldpositie bedroeg per in juli 2024 zowat 419 miljoen euro, goed voor zo'n 29% van het eigen vermogen.

Het industriële netwerk, in combinatie met de schuldhefboom, brengt het totale rendement voor de aandeelhouders op 337% over de afgelopen tien jaar. Dat is goed voor een **samengesteld jaarlijks groeipercentage van 15,9%**, een héél pak beter dan de belangrijkste benchmarkindexen.

En die cijfers zouden nog sterker kunnen zijn, mocht de premie ten opzichte van de intrinsieke waarde op 20% gebleven zijn, zoals dat het geval was tussen 2017 en 2019. Vandaag prijkt er een **korting van zo'n 37%** op de tabellen, gebaseerd op de officiële intrinsieke waarde.

Blijvende groei in eerste jaarhelft

In de eerste jaarhelft realiseerde Tamburi een geconsolideerde nettowinst van meer dan 34 miljoen, waarvan 21,6 miljoen meerwaarden. In dezelfde periode een jaar eerder bedroeg de nettowinst nog 64,7 miljoen euro, waarvan 45,4 miljoen meerwaarden. Dat toont mooi dat je als belegger niet veel hebt aan tussentijdse updates, maar des te meer aan het **inzicht in het eigen vermogen**.

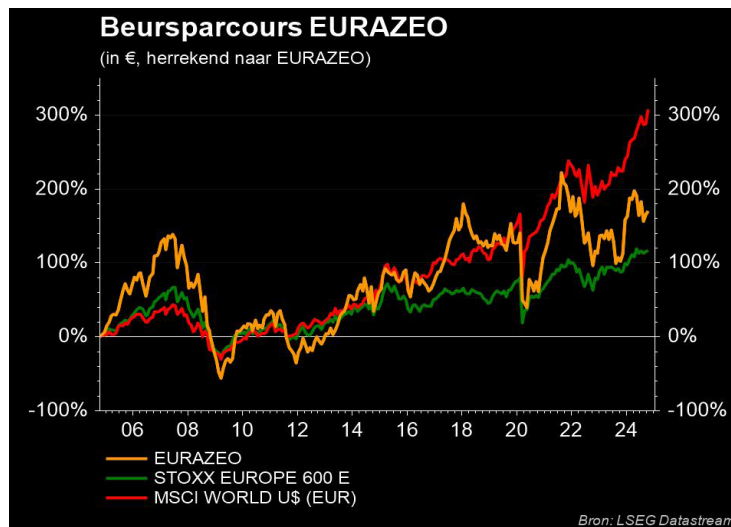
Onderliggend, echter, konden portefeuillebedrijven zoals Amplifon, Apoteca Natura, Azimut|Benetti, Bending Spoons, Dexelance, Eataly, Engineering, Hugo Boss, Moncler, OVS, Sesa, Vianova, Joivy en anderen hun omzet opkrikken op jaarbasis. Meer nog, de belangen in bedrijven zoals OVS, IPGH (moederbedrijf van Interpump), ITH (moederbedrijf van Sesa), Roche Bobois, Beta Utensili, Sant'Agata (moederbedrijf van Chiorino) en Limonta droegen samen 21 miljoen euro bij aan de nettowinst. **Het gaat dus best wel goed** met de groep in zijn geheel.

Conclusie

Omdat rendementen uit het verleden geen indicatie zijn voor rendementen in de toekomst is dé vraag vandaag wat die toekomst brengt. Er zijn duidelijk **genoeg mogelijkheden voor waardecreatie** in de hele portefeuille, maar ook voor verdere investeringen. Een stijgende beurs kan de intrinsieke waarde doen opleven, terwijl neerwaartse druk opportuniteiten kan bieden om de 1,1 miljard euro financiële slagkracht aan het werk te zetten.

Afgaande op het historische trackrecord en het feit dat de groep een bijzonder stevige voet aan de Italiaanse grond heeft, tonen analisten zich zonder uitzondering erg positief over de opportuniteit dat het aandeel aan de huidige koersen te bieden heeft. **Het gemiddelde koersdoel ligt zo'n 40% boven de slotkoersen** en dat is ook voor ons een teken dat dit aandeel hoog op uw lijst zou moeten staan. Om niet te zeggen: ergens in de top 3. > [Terug naar Inhoudstafel](#)

Eurazeo (ISIN-code: FR0000121121)



Geschiedenis

De Franse investeringsmaatschappij ontstond uit de **fusie van Azeo en Eurafrance** in april 2001. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Parijs, waar de holding ook noteert (Euronext Parijs). Ze wordt ondersteund door prominente aandeelhouders, waaronder de **familie David-Weill**, de **familie Decaux** en de **familie Richardson**.

In 1881 werd '**Gaz et Eaux**' opgericht om de distributie van water en gas in West- en Noord-Frankrijk te verzorgen. Toen de Franse staat gas nationaliseerde in 1945, behield '**Gaz et Eaux**' enkel nog haar wateractiviteiten. In 1976 stopte ook die activiteit waardoor het bedrijf geleidelijk veranderde naar een echte **investeringsmaatschappij** in de jaren 1990.

Eurafrance, opgericht in 1969, werd aandeelhouder van '**Gaz et Eaux**' in 1985 en breidde haar aandeelhouderschap regelmatig uit. In 1999 werd '**Gaz et Eaux**' omgedoopt tot '**Azeo**'. In 2000 deed Eurafrance een overnamebod op Azeo. De dochteronderneming werd overgenomen en Eurafrance werd **Eurazeo**.

De holding is al lang aanwezig in Frankrijk en de rest van Europa, maar heeft ook **wereldwijde ambities**. Zo betrad ze de afgelopen tien jaar ook de Noord-Amerikaanse en Aziatische markt. Eurazeo is gespecialiseerd in verschillende activaklassen, waarin het bedrijven over het hele investeringsspectrum helpt te financieren.

Beleggingsstrategie

De toenmalige strategie bestond erin historische investeringen als **Generali** (verzekeringen), **Mediobanca** (investeringsbank), **Lazard** (aanbieder van financiële diensten) en **Terreal** (dakbedekking) te verkopen en tegelijkertijd te investeren in een brede waaier van bedrijven, waaronder **Rexel** (groothandel elektrisch materiaal), **ANF** (vastgoed), **Eutelsat** (communicatiediensten via satelliet) en hotelketens **Accor** en **B&B Hotels**, die naderhand op hun beurt (deels) verkocht werden.

Vandaag is die focus verschoven focus naar **private-equitybedrijven** (eerste pijler) en het uitbouwen van een omvangrijke portefeuille van fondsen die beheerd worden voor derden (tweede pijler).

Eurazeo telt meer dan **35,4 miljard euro aan beheerd vermogen** (2023: 34 miljard euro), meer dan 590 belegde of gefinancierde portefeuillebedrijven en is één van Europa's toonaangevende private-equitybedrijven. Zo'n 25,8 miljard euro van het beheerd vermogen is van derde partijen. De eigen portefeuille is goed voor 8 miljard euro en nog eens 2,3 miljard euro van Eurazeo zit in fondsen. Dat maakt dat de groep in het eerste halfjaar 8% meer commissie-inkomsten kon boeken (204 miljoen euro), waarvan derde partijen 13% meer aandroegen.

Dividenden

Eurazeo betaalt sinds 2003 een **jaarlijks stijgend dividend** uit. In de eerste helft van het jaar kocht de holding ook voor 109 miljoen aan eigen aandelen in (1,4 miljoen stuks), als onderdeel van het inkoopprogramma van eigen aandelen voor 200 miljoen euro.

Dat verklaart waarom Eurazeo nog 5,1% van het totaal uitstaande aandelen (3,8 miljoen) op haar eigen balans heeft staan. Die zijn bestemd voor vernietiging.

Dividends	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 1,20	€ 1,25	€ 1,25	€ 1,50	€ 1,75	€ 1,25	€ 2,20	€ 2,42
Yield	1,83%	1,67%	1,79%	2,14%	2,38%	4,08%	3,53%	3,45%



Tom Simonts over Eurazeo

Eurazeo zet in op **grote trends** en heeft tot doel zijn participaties te laten groeien, eerder dan te mikken op snel gewin. En die trends gaan erg breed, terwijl er op sectorniveau vooral ingezet wordt op **consumenten**, **gezondheidszorg** en **technologie**.

Sinds 2011 dikte de intrinsieke waarde met gemiddeld 14% per jaar aan, omdat de groep erin slaagde om het geïnvesteerd vermogen (cash-on-cash) keer op keer te verdubbelen.

Ook beheerd vermogen verdubbelen

Om de portefeuille optimaal te kunnen blijven beheren, stapte Eurazeo een tijd geleden over op een tweeledig model, waarbij een omvangrijke portefeuille **vermogensbeheer een tweede bron van inkomsten** vormt. De investeringsmaatschappij heeft vandaag een balansportefeuille van 9,9 miljard euro en beheert in totaal zo'n 24,1 miljard euro aan kapitaal van derden.

De komende 5 tot 7 jaar moet dat vermogen onder beheer verdubbelen. De groep is dus van geen kleintjes vervaard. Het is de taak van co-CEO William Kadouch-Chassaing om de vermogensbeheeractiviteiten verder aan te zwengelen.

Nettoverlies in eerste halfjaar

In de eerste helft van 2024 realiseerde het verschillende exits, die in totaal 552 miljoen euro binnenbrachten op de eigen balans. De meerwaarde op de deals schommelde tussen 1,6 en 4 keer de oorspronkelijke investering. Maar bijdrage van de beleggingsactiviteit leverde in de eerste zes maanden van 2024 een

verlies op van 156 miljoen euro, wat **vooral te wijten is aan een daling van de reële waarde**. Daardoor draaide Wendel in zijn geheel een nettoverlies van 105 miljoen euro.

De vermogensbeheeractiviteit zette haar dynamische groei voort, met een aanzienlijke stijging van de beheerprovisies voor derden en fee-gerelateerde inkomsten (FRE). De bijdrage van vermogensbeheer bedroeg 65 miljoen euro, een stijging met +16%.

Waardering

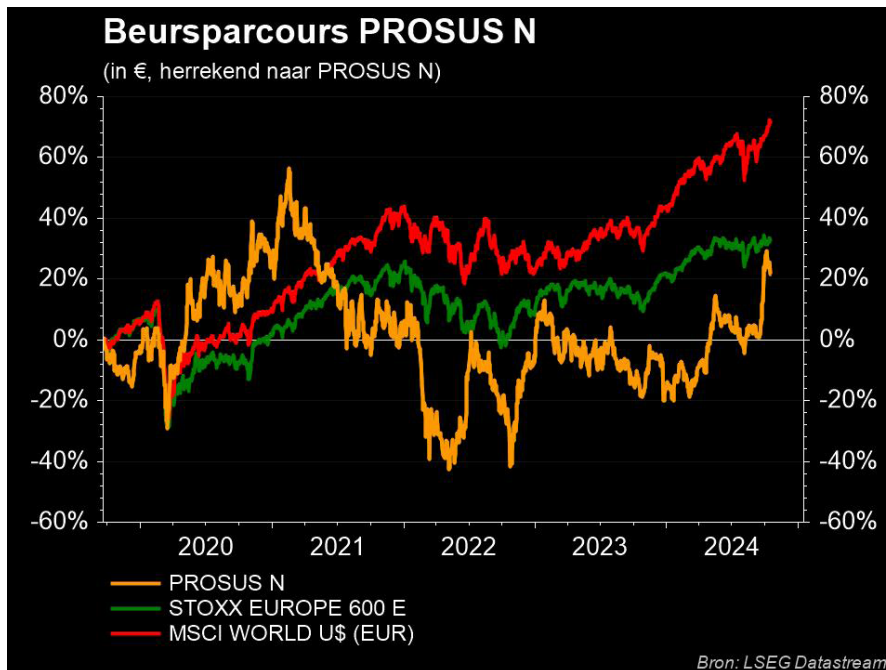
Tegenover dat alles zou een degelijke waardering moeten staan en dat is min of meer het geval. De discount liep vorig jaar nog op tot een buitensporige 50%, wat analisten en management zich in de haren deden krabben.

Sindsdien is de strategie een pak duidelijker geworden, werden en worden héél wat meer deals gedaan én wordt duidelijk dat de tweede pijler van de portfolio aardig en structureel begint bij te dragen. Dat verklaart waarom de **discount** ondertussen daalde tot meer **normale niveau**, terwijl het gemiddelde koersdoel zo'n 26% boven de huidige koers ligt.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

Prosus

(ISIN-code: NL0013654783)



Geschiedenis

De geschiedenis van Prosus begint bij het **Zuid-Afrikaanse Naspers**, dat in 1915 werd opgericht als Nationale Pers, later Nasionale Pers, de moedermaatschappij voor het aanvankelijk Nederlandstalige dagblad De Burger. Sindsdien groeide het bedrijf uit tot het **grootste mediaconglomeraat in Afrika**.

In 1994 Trok Nasionale Pers naar de beurs van Johannesburg. Het had op dat moment met 'M-Net' een bedrijf voor betaaltelevisie opgericht en het had een belang in de betaalzender Filmnet. Later smolten die onderdelen allemaal samen met het Franse Canal+. In 1998 werd Nasionale Pers omgedoopt tot Naspers.

Drie jaar later **kocht Naspers een belang van 46,5% in Tencent**, een bedrijf dat met de app WeChat marktleider was in 'instant messaging' in China. Via de gedeeltelijke beursgang van Tencent op de beurs van Hong Kong in 2004 daalde Naspers' belang naar 35%. Door het succes van de investering in Tencent (de oorspronkelijke investering van 32 miljoen dollar werd op **een paar jaar tijd 175 miljard dollar waard**), werd Naspers ook investeerder in internetstart-ups met focus op consumenten.

Het succes van de topinvestering in Tencent had echter een keerzijde... **Naspers noteerde structureel zwaar onder de intrinsieke waarde**. Dat deels omdat het op de beurs van Johannesburg een superzwaargewicht werd en het op haar

eentje goed was voor 25% van de beurs (terwijl de wettelijke grens er op 20% ligt), wat tot verkoopdruk leidt.

Daarom splitste Naspers haar internetinvesteringen, inclusief het Tencent-belang, in 2019 af en bracht die onder in **Prosus**, dat een notering op de **Amsterdamse beurs** kreeg. Prosus werd zo op slag een van de grootste technologie-investeerders ter wereld. De investeringen komen voort uit meerdere branches, waaronder **social/gaming** (Tencent), **advertenties** (OLX), **betalingen & fintech** (PayU), **educatietechnologie** (Skillsoft, BYJU's), **voedselbezorging** (Delivery Hero, Swiggy, iFood) en **e-commerce** (eMAG).

Beleggingsstrategie

Wie investeert in Prosus, investeert in op **internetgerichte technologiebedrijven** waar het waarde wil toevoegen in alle levensfasen van de onderneming. Prosus ziet zichzelf dan ook als een **wereldwijde groeipartner voor start-ups** die de ambitie hebben om te groeien. Daarnaast heeft Prosus ook een participatie in een aantal beursgenoteerde bedrijven.

Het belang in Tencent wordt stelselmatig afgebouwd. In 2023 verkocht Prosus 2% van zijn belang in Tencent (voor een bedrag van 7,2 miljard dollar) waardoor het vandaag nog **25,51%** van Tencent aanhoudt.

Het is de komende jaren de bedoeling dat de rendabiliteit van die internetbedrijven toeneemt, waardoor **in 2025 de portefeuille aan internetbedrijven winstgevend zou moeten zijn**. Die mijlpaal werd al op 31 maart 2024 gehaald. De winst van Prosus blijft wel vooralsnog voornamelijk afhankelijk van de bijdrage van Tencent, via dividenduitkeringen of via het uitdelen van aandelen van afgesplitste bedrijven, zoals JD.com (grootste Chinese onlineretailer).

Prosus torste op 31 maart 2024 een **nettoschuld van 620 miljoen dollar**, wat een kaspositie van 17 miljard op een activatotaal van 156 miljard dollar flankteert.

Nieuwe CEO

Of deze strategie zal worden voortgezet is waarschijnlijk, maar daarom niet 100% zeker. Dat komt omdat Prosus recentelijk **Fabricio Bloisi** tot nieuwe CEO benieuwde. De man is gepikt en gemazeld als **voormalig ceo van de Braziliaanse maaltijdbezorgdienst iFood**, onderdeel van Prosus. Benieuwd in welke mate de man van de beurswaarde van Prosus boven dat van het totale belang in Tencent kan brengen.

In een recent brief aan de aandeelhouders, zijn "[eerste 100 dagen verslag](#)", liet de man weten dat hij nog eens 100 miljard dollar aan waarde wil creëren, bovenop de 97 miljard euro marktwaarde vandaag. Dat moet gebeuren door te (blijven) investeren in snelgroeiende rendabele bedrijven. Aan ambitie dus totaal geen gebrek.

Dividenden

Over het dividendbeleid heeft Prosus tot dusver nog niet gecommuniceerd. Dat het dividend eerder een **symbolische waarde** heeft, is duidelijk. De focus bij Prosus ligt duidelijk op het inkopen van eigen aandelen. Misschien trekt Prosus het dividend nog op, eens de rendabiliteit van de internetbedrijven omhoog is gegaan.

Dividends	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 0,11	€ 0,14	€ 0,14	€ 0,07	€ 0,10
Yield	0,14%	0,18%	0,45%	0,23%	?



Tom Simonts over Prosus

Prosus heeft als **grootste Europese internetaandeel** een aantrekkelijke portefeuille. De groep bezit immers ook de snelst groeiende app (WeChat) en de tweede grootste portefeuille aan **zoekertjessites**. Binnen het segment van **Food Delivery** bouwde de groep sterke marktposities op in Latijns-Amerika en Indië en zal het belang in Delivery Hero bijdragen aan een stevige groei. Daarnaast houdt Prosus talrijke belangen aan in ondernemingen die actief zijn in onlinebetaalactiviteiten, Fintech en e-commerce.

Tencent-belang overstijgt Prosus' beurskoers

Al die bedrijven spelen in op **disruptieve digitale trends** met een hoog groeiprofiel, hoofdzakelijk in de opkomende markten. Het belang van bijna 25,5% in Tencent weegt daarnaast met hele grote voorsprong het zwaarst in de portefeuille, al wordt dat gedeeltelijk afgebouwd.

Dat belang is zelfs zo groot dat het tekent voor zo'n **77% van de intrinsieke waarde**, en voor **116% van de aandelenkoers van Prosus**. Het grootste onlinegamingbedrijf ter wereld koopt zelf ondertussen ook gretig en veel eigen aandelen in en blijft zo cruciaal voor de waardeontwikkeling bij Prosus.

Verder wordt er nogal wat opgekuist. Recent werd het **volledige belang in onlinereisbureau Trip.com verkocht** voor 743 miljoen dollar. De aandelen werden deze zomer geleidelijk aan verkocht.

Actief inkoopprogramma eigen aandelen

Omdat het Prosus'-aandeel op de beurs stevig onder de intrinsieke waarde blijft noteren, koopt het Prosus nog altijd massaal eigen aandelen in. In de eerste helft van 2023 werd daarvoor **9,9 miljard dollar** uitgetrokken, wat dit jaar terugviel tot **7,37 miljard dollar**. De overtollige cash wordt blijvend ingezet voor de terugkoop van eigen aandelen. **Het is te verwachten dat Prosus zijn volledige marktwaarde in zeven tot acht jaar kan terugkopen.**

Blootstelling aan China

De impliciete korting (discount) daalde recent wel wat, maar blijft wel duidelijk **boven de 30%-grens** hangen. De hernieuwde belangstelling om in te spelen op een heropening van China speelt daarin een rol, maar vooral een positievere kijk op de regelgeving en de vereenvoudiging van de Chinese groepen, zoals het opsplitsen van e-commerceus Alibaba.

Om de discount verder terug te dringen, én om de intrinsieke waarde organisch op te krikken, focust het management op de **verbetering van de kernwinstgevendheid van e-commerce en de verdere rationalisatie van de portefeuille**. Ook de bovenliggende structuur, met Naspers als controleaandeelhouder, kan en zal verbeterd worden.

Intrinsieke waarde

Centraal staat echter de huidige intrinsieke waarde, die door het bedrijf zelf heel netjes berekend en gecommuniceerd wordt. Ze bedroeg op 23 oktober zo'n **62,7 euro per aandeel**, ver boven de huidige koers van ongeveer 39,3 euro.

Maar het gemiddelde koersdoel bedraagt ongeveer 45,5 euro per aandeel. Het verschil is te verklaren door "enig" scepticisme bij analisten omtrent de boekwaarde van de niet-genoteerde belangen in de portefeuille. Aan het

management, dus, om te bewijzen wie gelijk heeft. Hieronder vind je berekening van de netto intrinsieke waarde.

Prosus Net Asset Value Summary (US\$'bn) - 23 October 2024	
Asset value	159.1
Net cash	1.8
Net asset value	161.0
Net asset value per share (EUR)	62.7

Net Asset Value Calculation for Prosus - 25 October 2024

Investment	Shares held (m)	Share price - Local currency	Value (US\$'bn)
Listed assets¹			132.2
Tencent	2 242.9	421.0	121.5
Meituan	257.5	184.9	6.1
Delivery Hero	79.6	41.1	3.6
Remitly	37.3	14.8	0.6
Udemy	17.1	8.0	0.1
DoorDash	0.9	153.9	0.1
SimilarWeb	11.2	8.8	0.1
Skillssoft	3.1	15.7	0.05
Unlisted assets - analyst consensus / post-money valuations²			24.6
Food Delivery			8.6
Classifieds			6.3
Payments & Fintech			4.2
Edtech			1.3
Etail ³			1.9
Ventures			2.3
Asset Value			156.8
Net cash / (debt)⁴			1.8
Pro-forma cash			17.1
Debt			(15.2)

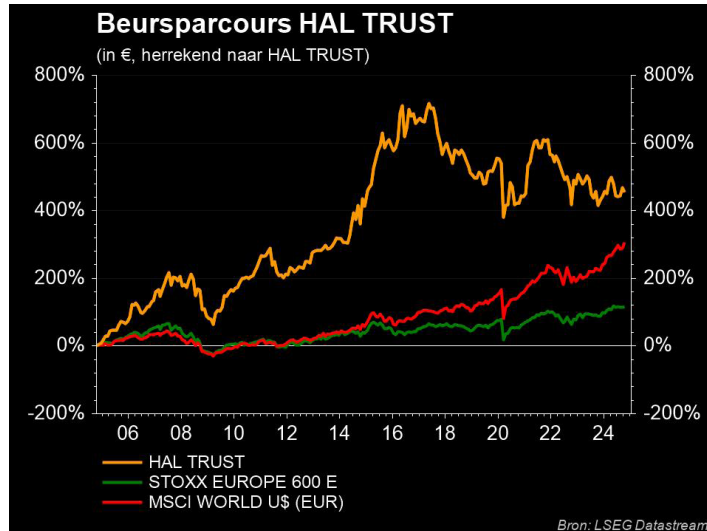
Conclusie

Het eens erg hoge opwaarts potentieel verkleinde recent door de forse koersopstoot, en bedraagt vandaag zo'n 16% op basis van de analisten die het bedrijf opvolgen. Dat lijkt weinig, maar alles hangt af van de waardering die aan Tencent wordt toegekend. En of iedereen goed zijn berekeningen heeft gedaan over de impact van de massale inkoopprogramma's bij zowel Prosus als Tencent, en hun impact op de toekomstige intrinsieke waarde.

KBC Securities heeft een **koersdoel van 46 euro** per aandeel, en een **"Kopen"-aanbeveling**.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

HAL Trust (ISIN-code: BMG455841020)



Geschiedenis

De In 1873 werd de rederij **Nederlandsch-Amerikaansch Stoomvaart-Maatschappij** (N.A.S.M.) opgericht in Rotterdam, leert de internet-encyclopedie Wikipedia ons. N.A.S.M. werd meer dan een eeuw later voor een bedrag van 1,2 miljard gulden verkocht aan het Amerikaanse Carnival Corporation. **Met de overnamesom werd de investeringsmaatschappij HAL holding opgericht.** Alle aandelen daarvan zijn in het bezit van HAL Trust, dat noteert op de beurs van Amsterdam.

Ongeveer 68% van de aandelen zijn in het bezit van de **oprichtersfamilie Van der Vorm**. Zo'n 15% van de aandelen is vrij verhandelbaar op de beurs.

In september 2014 bracht HAL een deel van optiekketen **GrandVision** (bij ons bekend van de Pearle-winkels) naar de beurs. Twee jaar later verkocht het **AudioNova**, een winkelketen voor gehoorapparaten, aan het Zwitserse Sonova voor 860 miljoen euro, wat een meerwaarde van 470 miljoen euro opleverde.

In 2021 werd GrandVision verkocht aan EssilorLuxottica. HAL kreeg daar minstens 5 miljard euro voor. Met een deel van dat bedrag werd baggerbedrijf **Boskalis**, dat al voor 45,5% in bezit was van HAL, door HAL van de beurs gehaald.

In 2022 kocht de Trust 31,45% van de aandelen van **Prodrive Technologies Group**, een elektronicabedrijf dat oplossingen levert aan de halfgeleider-, medische en elektrische voertuigenindustrie. Dat belang is ondertussen opgetrokken tot 47,18%.

In maart 2023 werd 100 van **IQIP** (levert funderingen en installatiesmateriaal voor de offshorewind-, civiele en gasmarkt) overgenomen. In augustus werd 40% van IQIP verkocht aan de investeringsmaatschappij Ackermans en Van Haaren en 20% aan MerweOord (de holding van de Nederlandse familie Van Oord), voor een totaal bedrag van 250 miljoen euro.

Op 29 augustus '24 vergrootte HAL haar participatie in de internetwinkel **Coolblue** tot 56,4%.

Beleggingsstrategie

HAL wil significante belangen in ondernemingen verwerven en behouden met als doel de aandeelhouderswaarde op lange termijn te vergroten. Het wil daarbij een **actieve rol opnemen** in het bestuur van de onderneming.

HAL bezit **onroerend goed**, zoals woningcomplexen in het Amerikaanse Seattle (Washington) en drie winkelcentra in Nederland. De liquiditeiten worden hoofdzakelijk aangehouden in kortlopende obligaties van 'investment grade'-kwaliteit (obligaties met een goede kredietbeoordeling). Eind 2023 zat er 2,8 miljard euro in zulke obligaties.

Niet-beursgenoteerde ondernemingen

Boskalis (baggerbedrijf);

Broadview Holding (innovatief materiaal voor interieurontwerp);

Van Wijnen Holding (bouwbedrijf);

Timber and Building Supplies Holland (leverancier van hout en bouw materiaal op de Nederlandse markt);

Pro Gamers Group (wereldwijde verkoper van computergamingapparatuur);

Koninklijke Ahrend (meubilair voor kantoren, zorg, onderwijs,...);

Auxilium GmbH (Duitse holding met 12 ondernemingen die medische hulpmiddelen verkopen);

Anthony Veder Group (Rotterdamse scheepvaartonderneming);

GreenV (holding met bedrijven die actief zijn in kassenbouw of glasbouw zoals veranda's);

Atlas Professionals (internationaal uitzendbedrijf specifiek gericht op de maritieme, olie- en gas- en offshorewindsector);

FD Mediagroep (Amsterdamse mediagroep van onder meer Het Financieele Dagblad en radiostation BNR);

RyK Holding (holding boven de in Chili actieve optieketen Rotter Y Krauss);

HR Top Holding (holding boven Top Employers Institute, actief in het certificeren en benchmarken van HR-beleid);

MSPS Holding (voorheen Infomedics Holding: kredietbeheer en facturering in de Nederlandse gezondheidszorg);

AN Direct (Holding boven MD Hearing, dat hoorapparaten in de VS verkoopt).

Niet-beursgenoteerde minderheidsbelangen

CoolBlue (grootste e-commercebedrijf in Benelux, HAL bezit 49% van de aandelen);

DMF Holding (Nederlandse hypotheeken, 26,3%).

Beursgenoteerde minderheidsbelangen

Safilo Group (49,8%): Italiaanse producent en distributeur van monturen en zonnebrillen;

Koninklijke Vopak (48,15%): 's werelds grootste onafhankelijke tankterminaloperator, gevestigd in Rotterdam;

SBM Offshore (22,88%): ontwerpt, bouwt, installeert en exploiteert drijvende faciliteiten voor de offshore-energiesector, gevestigd in Schiphol;

280ppm (95%): richt zich op groei-investeringen met focus op vermindering van uitstoot van broeikasgassen;

Prodrive Technologies Group (47%): elektronicabedrijf.

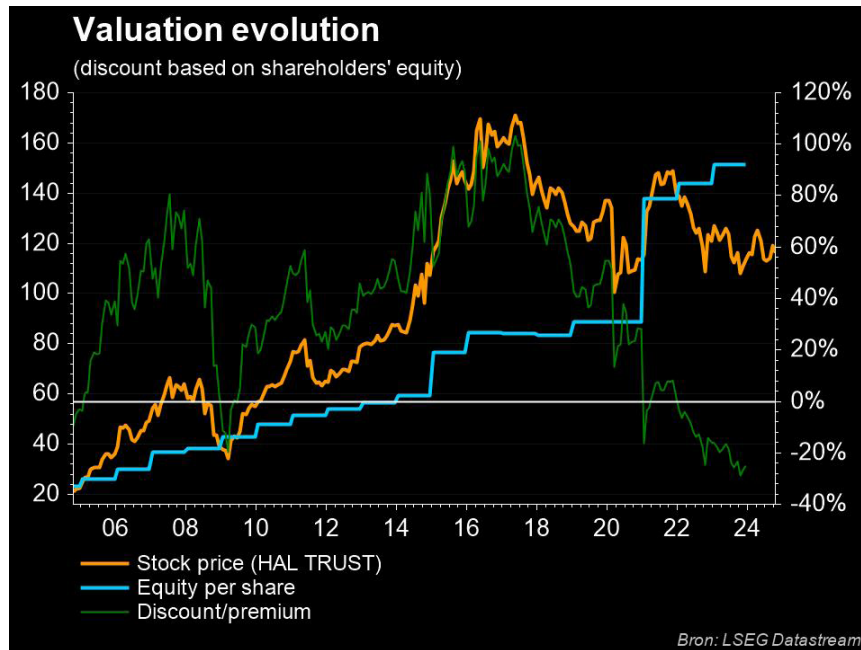
Dividenden

HAL wil, buiten onvoorziene omstandigheden en zolang de liquide middelen het toelaten, het dividend baseren op 4% van de naar volume gewogen gemiddelde decemberkoers in het jaar voorafgaande aan het jaar van de dividenduitkering.

Het dividend hangt m.a.w. af van de beurskoers van HAL.

HAL geeft af en toe een deel van het dividend uit in aandelen. De onderstaande cijfers geven enkel het cashdividend weer.

Dividends	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	€ 3,10	€ 2,65	€ 2,90	€ 2,35	€ 2,85	€ 2,50	€ 2,85
Yield	2,02%	1,96%	2,21%	1,54%	2,15%	2,10%	2,40%



Sharad Kumar over Hal Trust

Na de verkoop van GrandVision met een aanzienlijke kapitaalwinst, haalde HAL Trust in het tweede halfjaar van '22 Boskalis met succes van de beurs. Een geweldige zet, volgens Sharad. Omdat de onderneming opportunistisch profiteerde van de aantrekkelijke waarderingen die op dat moment golden en tegelijkertijd een deel van de enorme nettokaspositie inzette.

Hal Trust heeft echter nog steeds een **enorme nettokaspositie** van meer dan 3 miljard euro. Sharad vindt dat, nu de waarderingen van private equity aanzienlijk lager zijn ten opzichte van hun recordkoersen in '21, HAL Trust meer initiatief moet nemen om de cash in te zetten.

Katalysatoren voor de koers

- 1) **Renteverlagingen** zullen leiden tot hogere waarderingen in zowel publieke als private markten en zullen een positief effect hebben op de intrinsieke waarde van HAL Trust.
- 2) Aankondigingen van **nieuwe investeringen** die een vermindering van de nettokasmiddelen met zich meebrengen, kunnen mogelijk leiden tot een daling van de disconteringsvoet.
- 3) **Aankondigingen van exits** met een hoge waarde (en hoge vermogenswinsten) kunnen mogelijk leiden tot een daling van de discount.

Risico's voor de koers

1) Beleggingen in **Vopak** en **Boskalis** maken meer dan 40,0% uit van de nettovermogenswaarde van HAL Trust.

2) Ongeveer **25% van de nettovermogenswaarde van HAL Trust is afkomstig uit beursgenoteerde activa** en een aanzienlijke volatiliteit op de aandelenmarkten kan een materieel effect hebben op de nettovermogenswaarde van HAL Trust.

3) **Rentetarieven** in zijn geheel kunnen een materieel effect hebben op de waarderingen van de gehele portefeuille en daarmee op de nettovermogenswaarde van HAL Trust.

Sharad waardeert elk belang afzonderlijk en past een **"illiquiditeitskorting"** van 20,0% (de aandelenhandel is niet heel liquide, werk dus met limietorders bij aan- en verkoop) op bedrijfsniveau toe. Daarnaast neemt hij nog een **korting van 20% op holdingniveau** mee in rekening, om rekening te houden met de minimale communicatie van HAL Trust.

Hij heeft voor HAL Trust een **"Opbouwen"-aanbeveling** en **koersdoel van 146 euro**.

[> Terug naar Inhoudstafel](#)

Disclaimer

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

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

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

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

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

Dit dossier is gebaseerd op een publicatie van Tom Simonts, financieel-econoom bij KBC Securities en Sharad Kumar, analist bij KBC Securities, gereguleerd door de Belgische financiële toezichthouder FSMA. Meer informatie rond de oorspronkelijke publicatie vindt u op de KBC Securities-website en/of <https://www.kbc.be/particulieren/nl/juridische-info/documentatie-beleggen.html#aandelen>. Op de coverpagina van dit dossier leest u wie verantwoordelijk is voor de samenvatting ervan. Deze persoon is gereguleerd door de FSMA en verklaart financiële instrumenten van het sommige besproken bedrijven in het bezit te hebben.