



Bolero

TOPIC



# 17 Benelux-aandelen voor de start van het nieuwe beursjaar Ontdek de favorieten van KBC Securities

08 december 2020

RESEARCH: KBC SECURITIES

VOOR U SAMENGEVAT DOOR BOLERO CONTENT MANAGER BARBARA DESMET



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

---

In dit dossier presenteert KBC Securities zijn **favoriete Benelux-aandelen voor de start van het nieuwe beursjaar**.

Maak kennis met de **12 Large Caps en 5 Small Caps** die volgens de analisten op dit moment nog behoorlijk wat opwaarts potentieel in petto hebben en geef uw beleggingsportefeuille een vliegende start in het nieuwe beursjaar!

---

Bolero wijst u erop dat alle informatie in dit dossier, met inbegrip van de koersdoelen en aanbevelingen, dateert van 8 december 2020 en dus een momentopname is. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.

## 17 aandelen voor de start van het nieuwe beursjaar

17 Benelux-aandelen staan bij KBC Securities op de radar als **favorieten voor de start van het nieuwe beursjaar**, waaronder 12 Large Caps en 5 Small Caps.

In de categorie **Large Caps** kiezen de analisten voor AB InBev, AEGON, Ageas, Ahold Delhaize, Bpost, D'Ieteren, Elia Group, Hal Trust, Intertrust, Telenet, Tubize Financière en VGP (in alfabetische volgorde). In de categorie **Small Caps** worden Care Property Invest, Inventiva, Ontex, Orange Belgium en Sipef als favoriete aandelen naar voren geschoven.

Bij Bolero inspireren we u als klant trouwens niet alleen bij de start van het nieuwe beursjaar met **favorietenlijstjes**, maar wel **het hele jaar door**. De favorietenlijst van KBC Securities, die bij Bolero-klanten beter gekend is als de '**Bolero Benelux Selectie**', heeft een **dynamisch karakter** en wijzigt regelmatig naargelang van het **potentieel** van de aandelen.

Wanneer u als klant uw inschrijving voor de nieuwsbrief 'Topics NL' hebt geactiveerd (in het instellingenmenu op het Bolero-platform), wordt u **meteen op de hoogte gebracht van alle updates** in deze selectie. Dat maakt de lijst een ware bron van **inspiratie**, met voor elk type belegger wat wils.

### Terugblik

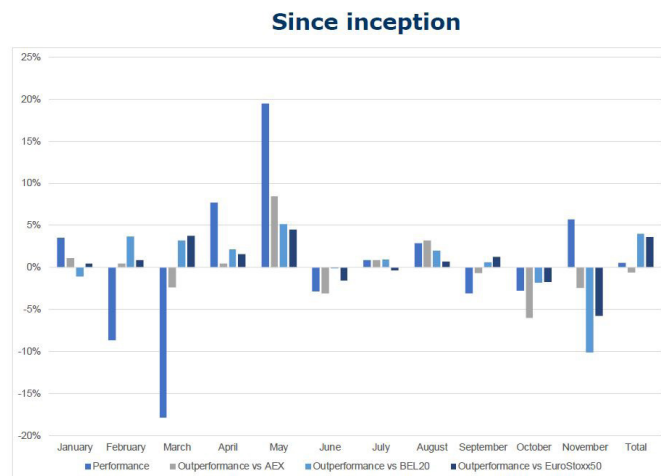
Vooruitblikken doen we echter niet zonder nog even stil te staan bij de **prestaties van de favoriete aandelen van KBC Securities in 2020**.

Ook in 2020 opteerden de analisten voor een dynamische aanpak van hun favorietenlijst. Het voorbije beursjaar werden maar liefst **meer dan 40 transfers** doorgevoerd, waarbij aandelen aan de lijst werden toegevoegd of eruit werden verwijderd, naargelang van hun **opwaarts potentieel**.

En die aanpak loont, want de favoriete aandelen van KBC Securities zetten in 2020 een **uitstekende prestatie** neer: sinds de lancering op 11 december 2019 presteerde de inspiratielijst **4% beter dan de BEL20, 3,5% beter dan de Eurostoxx50 en quasi in lijn met de AEX**.

In wat volgt motiveren de KBC Securities-analisten hun keuze voor de aandelen waarmee ze het nieuwe beursjaar op gang trekken. Dit wordt dan ook de **nieuwe uitgangspositie voor de Bolero Benelux Selectie**.

## How did we PERFORM?



## Aandelen met marktkapitalisatie > 1 miljard euro

In de categorie **Large Caps** kiezen de analisten op dit moment voor AB InBev, AEGON, Ageas, Ahold Delhaize, Bpost, D'Ieteren, Elia Group, HAL Trust, Intertrust, Telenet, Tubize Financière en VGP (in alfabetische volgorde).



### AB InBev

<b>AB InBev</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>57,93 EUR</b>
	Naam analist	<b>Wim Hoste</b>	Koersdoel	<b>80 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974293251</b>	Opwaarts potentieel	<b>38,1%</b>

\* De 'huidige koers' is de slotkoers van 7 december 2020

### Motivering van de aanbeveling

Analist Wim Hoste: "De **biervolumes** zijn in het derde kwartaal van 2020 aanzienlijk **verbeterd** (van een daling met 17,1% op jaarbasis in het tweede kwartaal naar een stijging met 1,9% op jaarbasis in het derde). Rekening houdend met de **beperingen** in de horeca, die in veel regio's nog van kracht waren, tonen de prestaties in het derde kwartaal aan dat de activiteiten van AB InBev **veerkrachtig** zijn.

We blijven AB InBev waarderen voor zijn **leidende positie** in de wereldwijde biermarkt, met een aanzienlijk **groeiopotentieel op lange termijn** door een combinatie van **premiumisering** (met een winst per hl ongeveer het dubbele van gewone bieren) en een aanzienlijke blootstelling aan de **opkomende markten** (ongeveer 70% van het groepstotaal). AB InBev heeft een **sterke, ondergewaardeerde liquiditeitspositie** van meer dan 20 miljard dollar, na de afronding van de verkoop van zijn Australische dochteronderneming.

Het aandeel handelt momenteel aan een duidelijke **korting** tegenover **historische multiples** en tegenover een brede groep van **sectorgenoten** in het FMCG-segment (Fast Moving Consumer Goods)."

## Bedrijfsactiviteiten

Met een wereldwijd marktaandeel van ongeveer 27% is AB InBev met voorsprong de grootste bierbrouwer ter wereld. In veel van 's werelds grootste afzetmarkten voor bier, zoals de VS, Brazilië en Mexico, neemt de groep een leidende positie in. Budweiser, Corona en Stella Artois behoren tot de wereldwijde topmerken.

## Investment case

Analist Wim Hoste: "AB InBev is de onbetwiste wereldwijde marktleider in bier, met een sterke kasstroomgeneratie en solide winstmarges. We zien solide groeivoorzichten op lange termijn vanuit het premiumsegment (speciale bieren, nvdr.) en de opkomende markten. Na de minderheidsnotering van de Aziatische APAC-activiteiten en de verkoop van de Australische dochteronderneming geloven we dat de balans onder controle is. Toch zal de schuldgraad in 2020 toenemen, omdat de resultaten onder druk staan door de uitbraak van Covid-19, die vooral de horecabranche zwaar op de proef stelt. De waardering is aantrekkelijk."

## Triggers

- Succesvolle uitrol van AB InBev's wereldwijde topmerken Budweiser, Corona en Stella Artois.
- Beheersing van de Covid-19-uitbraak en de komst van een vaccin zouden het vertrouwen kunnen herstellen.
- Marktaandeel in Mexico zal naar schatting toenemen, dankzij een nieuw distributiecontract met OXXO.
- Verdere inspanningen om de drankenportefeuille in de VS aan te passen, en zo de daling van het marktaandeel een halt toe te roepen.

## Risico's

- Wisselkoersvolatiliteit in de opkomende markten (bijv. Brazilië en Mexico).
- Risico op verhoging van de accijnzen.
- Daling van de consumptie per hoofd van de bevolking in Europa.
- Covid-19-gerelateerde risico's, voornamelijk in het horecasegment dat ongeveer een kwart van de inkomsten vertegenwoordigt.
- Hoge schuldgraad (nettoschuld/EBITDA-verhouding van 4,9x), maar lange looptijd van de schulden (>15 jaar) en aanzienlijke liquiditeit op korte termijn beschikbaar.



## AEGON

<b>AEGON</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>3,16 EUR</b>
	Naam analist	<b>Jason Kalamboussis</b>	Koersdoel	<b>3,9 EUR</b>
	ISIN code	<b>NL0000303709</b>	Opwaarts potentieel	<b>23,6%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Jason Kalamboussis: “De nieuwe CEO Lard Friese (die eerder bij sectorgenoot NN Group aan de slag was) en CTO Duncan Russell (ook ex-NN) brengen een fundamentele herziening van het bedrijf met zich mee.

Dat kan een **transformatie** teweegbrengen waardoor AEGON – dat al zo’n 20 jaar lang achterblijft ten opzichte van de sector – **eindelijk sterker gaat presteren** dan zijn sectorgenoten, door een afbouw van de schuldenlast, een herziening van de perimeters (geografisch, maar ook wat betreft producten in de VS), managementdiscipline en het verminderen van de volatiliteit.

Ook de **desinvesteringen** gaan steeds sneller: na enkele kleinere Britse activiteiten (65 miljoen euro) en de verkoop van het iconische Pyramid-vastgoedcomplex in San Francisco voor 650 miljoen dollar (meerwaarde 390 miljoen dollar) deed AEGON onlangs zijn activiteiten in Centraal- en Oost-Europa (CEE) van de hand, die een zeer aantrekkelijke prijs van 830 miljoen euro (of 2,6x de boekwaarde, meerwaarde 362 miljoen euro) opleverden. Ook een verkoop van de Aziatische activiteiten en enkele Amerikaanse levensverzekeringsactiviteiten behoren tot de mogelijkheden.

Op 10 december 2020 zal de nieuwe CEO op de **Capital Markets Day** zijn strategie onthullen. Cruciaal zal de timing zijn waarop hij wil terugkeren naar een stabiel niveau van kasstroomgeneratie, van waaruit het bedrijf kan groeien en eventueel de dividenduitkering weer kan verhogen.

AEGON is in het verleden meer een **‘trading stock’** geweest, zoals blijkt uit de zwakkere prestatie over de voorbije 20 jaar. Hoewel het nog steeds een **risicovollere**

**investering** is dan andere verzekeringsaandelen, zijn wij van mening dat het bedrijf nu het **juiste management aan boord** heeft gehaald. De nieuwe CEO en CTO beschikken over een sterk track record en er wordt verwacht dat ze de successen die ze bij sectorgenoet NN Group hebben geboekt, bij AEGON kunnen evenaren. Sinds zijn aanstelling in mei 2020 heeft de CEO al een reeks belangrijke beslissingen genomen, zoals de verlaging van het dividend in augustus en succesvolle desinvesteringen om de leverage te verminderen. Hoewel het misschien nog een **hobbelige rit** kan worden, zou het **rendement** moeten lonen eens de herstructurering is doorgevoerd en AEGON een **cashgenerator** wordt, met mogelijk zelfs de terugkeer van een **inkoopprogramma** van eigen aandelen.”

## Bedrijfsactiviteiten

AEGON is actief in levensverzekeringen, pensioenen en vermogensbeheer. Het hoofdkantoor is gevestigd in Nederland, maar de groep is actief in zo'n 20 markten, waaronder Amerika, Europa (Nederland, VK, Centraal- en Oost-Europa) en Azië. De VS is de belangrijkste markt van de groep (ca. 65% van het totaal). AEGON's dochteronderneming heet TRANSAMERICA (gekocht in 1999). Het is een van de weinige verzekeraars in Europa die geen omvangrijke schadeactiviteiten heeft.

## Investment case

KBCS ziet de komst van de nieuwe CEO (en CTO) als een belangrijke gebeurtenis voor AEGON, dat eindelijk zijn achterstand in de Europese verzekeringssector kan inhalen. Analist Jason Kalamboussis zag tot dusver een snelle uitvoering van maatregelen om de leverage en de volatiliteit te verminderen, zoals de verlaging van het dividend en desinvesteringen. Moeilijkere beslissingen kunnen in het verschiet liggen, zoals de markt overtuigen waarom het beter is om de groep niet op te splitsen (VS/EU). In het kader van de strategie verwacht KBCS dat het management o.a. zal focussen op kostenreducties, het vrijmaken van kapitaal (bijv. longevity deals), productherpositionering in de VS en de mogelijke opsplitsing in kern- vs. niet-kernactiviteiten.

## Triggers

- Het presenteren van een overtuigende strategie op de Capital Markets Day van 10 december 2020, die na de dividendverlaging in augustus de groei kan ondersteunen.
- Desinvesteringen: na de verkoop van de CEE-activiteiten behoort ook een verkoop van de activiteiten in Azië en - mogelijk - het VK tot de mogelijkheden. Ook het afstoten van enkele Amerikaanse producten zou de transformatie kunnen versnellen.
- Tastbaar bewijs voor het verminderen van de volatiliteit en de financiële leverage.
- Managementwijzigingen op het niveau van de divisies / producten.
- Een bredere discussie over de groep op lange termijn: de Amerikaanse

activiteiten al dan niet opsplitsen, meer schadeverzekeringen (Non-Life) doen, enz.

- Positieve berichten over de macro-economische en Covid-gerelateerde impact op de inkomsten zouden het aandeel kunnen ondersteunen.

## Risico's

- Winsten blijven te volatiel en afhankelijk van macro-economische vooruitzichten in de VS.
- Sommige desinvesteringen kunnen wegen op het resultaat en mogelijk ook op het kapitaal.
- Outsourcing deals in de VS (TCS) en het Verenigd Koninkrijk (Athos) leveren mogelijk nog niet de verwachte resultaten op.
- Lancering van nieuwe producten in de VS kan worden uitgesteld.
- Weinig beweging in het management (CEO/CFO van de divisies, hoofden van productafdelingen) en meestal interne wijzigingen.



## Ageas

<b>Ageas</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>41,9 EUR</b>
	Naam analist	<b>Jason Kalamboussis</b>	Koersdoel	<b>48,5 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974264930</b>	Opwaarts potentieel	<b>15,8%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Jason Kalamboussis: "Binnen de Europese verzekeraars is Ageas **zeer aantrekkelijk gepositioneerd**. De **Aziatische activiteiten** van Ageas zijn qua inkomsten (ca.40%) bijna net zo groot als België en hun belang zal bovendien verder toenemen, dankzij de **nieuwe deal** met het Chinese herverzekeraar **Taiping Reinsurance** die Ageas op 27 augustus aankondigde (belang van 25%).

Nu de **Fortis-erfenis achter de rug** is, blijft Ageas verstandige keuzes maken tussen overnameopportunities (groei) en aandeleninkoopprogramma's (cashflow).



Hoewel de plannen voor de **inkoop van eigen aandelen in 2020** werden **opgeborgen** door de grotere overname van Taiping RE, heeft de CEO zijn **engagement voor 2021 herhaald**.

De **activiteiten in het VK blijven een pijnpunt** en een verkoop blijft een optie, maar wellicht niet in de nabije toekomst. Dankzij een positieve impact van Covid-19 zouden de activiteiten zelfs hun doelstelling voor 2020 kunnen behalen.

Ageas beschikt over **meer dan 1,5 miljard euro aan vuurkracht**, waardoor nieuwe M&A-deals te verwachten zijn. Met de nieuwe CEO aan boord geloven we dat Ageas zijn inkomsten kan doen groeien. Op de **Capital Markets Day van 21 juni 2020** zal Hans De Cuyper zijn **nieuwe strategie** presenteren."

## Bedrijfsactiviteiten

Ageas is een internationale verzekeringsmaatschappij in de levens- en schadeverzekeringssector die actief is in Europa (België, VK, Portugal) en in Azië, via lokale minderheidspartnerships met sterke lokale financiële instellingen (China, Thailand, Maleisië, India, de Filippijnen en Vietnam). De Aziatische activiteiten vertegenwoordigen nu meer dan 40% van de groep.

## Investment case

Analist Jason Kalamboussis: "Binnen het landschap van Europese verzekeraars is Ageas zeer aantrekkelijk gepositioneerd. De Aziatische activiteiten zijn wat inkomsten betreft bijna even groot als België (ca. 40%) en hun belang zal bovendien verder toenemen door de recente deal met de Chinese herverzekeraar Taiping RE (waarin Ageas een belang van 20% verwierf).

Ageas blijft verstandig kiezen tussen fusies en overnames (groei) enerzijds en inkoopprogramma's van eigen aandelen (cashflow) anderzijds. Hoewel de plannen voor de inkoop van eigen aandelen in 2020 werden opgeborgen, herhaalde de CEO zijn engagement voor 2021. De nieuwe CEO, die van binnen het bedrijf komt, moet de continuïteit garanderen."

## Triggers

- Onderliggend zouden de Aziatische inkomsten post-corona sterk kunnen stijgen, door een toenemend bewustzijn rond bescherming.
- Veerkracht in het kader van Covid-19.
- Terugkeer van het inkoopprogramma van eigen aandelen in 2021.
- Een potentiële verkoop van de activiteiten in het VK is nog niet meteen aan de orde, maar kan worden voorafgegaan door kleinere desinvesteringen, zoals de Tesco joint venture.
- De interne herverzekeringsactiviteiten uitbreiden naar levensverzekeringen ('Quota Shares') zou tot hogere inkomsten kunnen leiden.

## Risico's

- Onverwacht hogere claims door Covid-19 of dislocatie van activa die leidt tot zware waardeverminderingen.
- Lage rentevoeten wegen op de traditionele levensverzekeringsproducten, vooral in België.
- In China kampt Ageas op korte termijn met lagere aandelenindexen voor meerdere kwartalen, en op lange termijn met lagere rentevoeten
- Een grotere overname kan een uitvoeringsrisico inhouden, gezien het gemengde track record.



## Ahold Delhaize

<b>Ahold Delhaize</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>23,19 EUR</b>
	Naam analist	<b>Alan Vandenberghe</b>	Koersdoel	<b>28,5 EUR</b>
	ISIN code	<b>NL0011794037</b>	Opwaarts potentieel	<b>22,9%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Alan Vandenberghe: "Ahold Delhaize blijft een van onze favoriete Benelux-aandelen, omwille van de **veerkracht** van het bedrijfsmodel en de **geografische spreiding**. In deze uitdagende tijden en volatiele marktomstandigheden heeft Ahold Delhaize zeer goed gepresteerd, zoals blijkt uit de andermaal **zeer solide resultaten** over het derde kwartaal. Het management **verhoogde** naar aanleiding van deze resultaten ook de **vooruitzichten** voor het volledige boekjaar en mikt op een hogere groei van de winst per aandeel.

We geloven dat Ahold Delhaize als voedingsdistributeur zal profiteren van de huidige Covid-19-beperkingen, zowel in de winkels als via zijn verschillende onlineplatformen. Daarom zijn we van mening dat de **huidige waardering paradoxaal** is; ondanks de veerkracht van zijn activiteiten handelt het aandeel immers aan een **discount** tegenover Europese en Amerikaanse sectorgenoten.

Op basis van een peer multiples-, som-der-delen- (SOTP) en Discounted Cash Flow-waarderingsmethode (DCF) hanteren we een koersdoel van 28,5 euro en een “Kopen”-advies. Ondersteund door het **sterke momentum** verwachten we dat de **herwaardering van het aandeel zich zal verderzetten.**”

## Bedrijfsactiviteiten

Ahold Delhaize is een toonaangevende food retailer merken zoals Food Lion en Giant Carlisle in de VS, Shop & Go en Delhaize in België, AH, Gall & Gall in Nederland, Albert in Tsjechië en MAXI in Centraal- en Zuidoost-Europa. Met bol.com en Peapod is het ook online aanwezig. De groep is georganiseerd in 4 bedrijfssegmenten: Nederland, België, Centraal- en Zuidoost-Europa en de VS.

## Investment case

Ahold Delhaize (AD) rapporteerde over het derde kwartaal van 2020 opnieuw zeer sterke resultaten, waarbij het de verwachtingen voor de omzet, EBIT en marge wist te verslaan. Ook de verwachte winst per aandeel voor het boekjaar 2020 werd daarbij opgetrokken. Een nieuwe inkoopprogramma van eigen aandelen voor 2021 bevestigt het vermogen om cashflow te genereren en kan zeker als een sterk teken van vertrouwen worden beschouwd.

Het koersdoel van 28,5 euro is gebaseerd combinatie van peer valuation (27 – 30 euro), som-der-delen (27,8 euro) en een Discounted Cash Flow-waarderingsmethode (30,6 euro). Rekening houdend met het opwaarts potentieel, de uitstekende staat van dienst en het gezonde financiële profiel, bevestigt KBCS het “Kopen”-advies. Zoals bewezen tijdens de tweede coronagolf, gelooft KBCS dat de leiderspositie van Ahold Delhaize in foodretail, met sterke e-commercemerken het bedrijf zal laten floreren.

## Triggers

- Door de lockdownmaatregelen in Europa en de VS is de vraag naar voedselconsumptie buitenshuis verdwenen en verschoven naar food retail. Met toonaangevende merken in al zijn afzetgebieden zit AD volgens KBCS in een uitstekende positie om hiervan te profiteren.
- Ondanks de stijgende kosten gelooft KBCS dat de winstgevendheid zal worden ondersteund door de effecten van de operationele hefboom of de overheidssteun.
- AD heeft een solide balans en een gezonde kasstroomgeneratie. KBCS gelooft dat het bedrijf voordeel kan halen uit consolidatie in de markt (lokaal/ regionaal).
- Meer transparantie rond de onlineplatformen (incl. bol.com), waardoor het gemakkelijker wordt om aan deze activiteiten een reële waarde toe te kennen.

## Risico's

- De overname van Whole Foods door Amazon creëert een sterke nieuwe Amerikaanse food retailer. Ook Aldi/Lidl hebben ontwikkelingsplannen in de VS.
- In tijden van recessie kunnen klanten de vinger op de knip houden, wat in de kaart van de 'hard discounters' speelt.
- Omdat een aanzienlijk deel van de omzet in de VS wordt gerealiseerd, kunnen EUR/USD-wisselkoersschommelingen de winstgevendheid/aandelenkoers beïnvloeden.
- Investerings in onlineplatformen (o.a. bol.com) blijven wegen op de winstgevendheid.
- Verhoogde concurrentie van Amazon in Nederland.



**bpost**

<b>bpost</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>9,95 EUR</b>
	Naam analist	<b>Thomas Couvreur</b>	Koersdoel	<b>11 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974268972</b>	Opwaarts potentieel	<b>10,6%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Thomas Couvreur: "Na een uitzonderlijk tweede kwartaal bieden de **aanhoudend hoge marges** in het derde kwartaal het comfort dat een **hoge winstgevendheid** ook in het vierde kwartaal van 2020 en in 2021 kan worden gehandhaafd.

Hoewel de dynamiek van de tweede lockdown in België anders is dan tijdens de eerste coronagolf, zijn wij van mening dat bpost hiervan meer zou moeten kunnen profiteren dan wat het bedrijf zelf aangeeft (doelstelling EBIT voor het volledige boekjaar: "minstens 270 miljoen euro"). De **consensusverwachtingen** werden in het derde kwartaal **fors overtroffen**, wat zal leiden tot **opwaartse herzieningen** van de analistenschattingen. Dat zal uiteindelijk ook het aandeel ten goede komen."

## Bedrijfsactiviteiten

bpost is een nationale en internationale postdienstverlener en exploitant van de Belgische universeledienstverplichting. Via dochterbedrijven verkoopt bpost andere producten en diensten, zoals bank- en financiële producten, expresbesteldiensten, pakketten, internationale post, documentbeheer en aanverwante activiteiten.

## Investment case

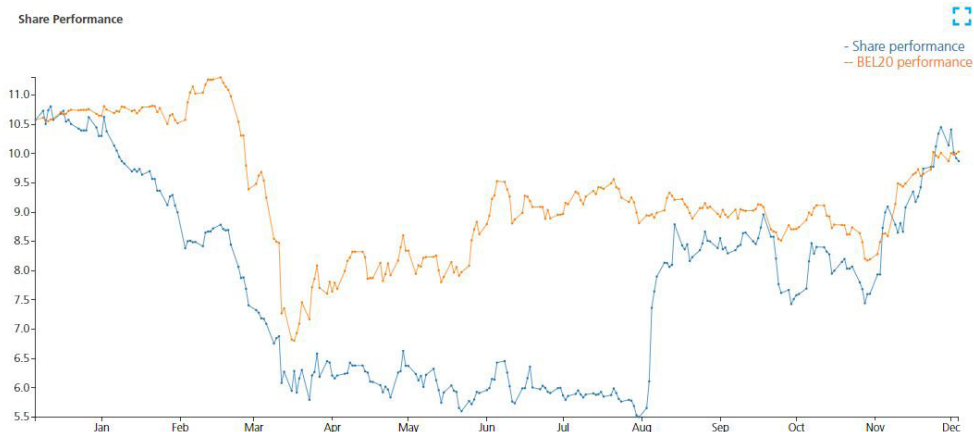
Bpost zal blijven profiteren van de toegenomen pakketvolumes als gevolg van Covid-19, wat de extra druk op de postvolumes ruimschoots compenseert. Door de hogere volumes levert Radial een positieve bijdrage, terwijl het werkt aan onderliggende hervormingen. Met het oog op de toekomst blijft het de vraag tot welk niveau bpost deze hoge marges kan handhaven met een meer genormaliseerde groei van de pakketten en een aanhoudende daling van de post.

## Triggers

- Groei van de wereldwijde en binnenlandse e-commerce.
- Bevestiging van een positieve bijdrage van Radial in het post-Covid-tijdperk.
- Verdere aantoonbare efficiëntiewinst in de pakketjes- en postdivisie.
- Succesvolle verschuiving van traditionele postbezorging naar andere activiteiten.
- Vlotte implementatie van een alternatief distributiemodel voor de post.

## Risico's

- E-government initiatieven en digitale facturatie.
- Versnelde daling van het postvolume.
- Wijziging van de regelgeving rond universeledienstverplichting.
- Inefficiënte allocatie van het kapitaal.
- Meer concurrentie in (binnenlandse) pakketten.
- Verlies van de persconcessies van de Belgische Staat.
- Groot deel van de winst afhankelijk van structureel dalende postactiviteiten.





## D'leteren

<b>D'leteren</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>60,9 EUR</b>
	Naam analist	<b>Michiel Declercq</b>	Koersdoel	<b>86 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974259880</b>	Opwaarts potentieel	<b>41,2%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Michiel Declercq: “We hebben D’leteren toegevoegd aan onze lijst met favoriete aandelen na een grondige update van het waarderingsmodel, waarbij we op 8 december de **“Kopen”-aanbeveling** bevestigden maar het **koersdoel verhoogden van 61 naar 86 euro** per aandeel.

Die stijging van het koersdoel wordt grotendeels gedreven door een **sterke prestatie bij Belron**, dat blijft profiteren van de positieve product-/prijsmix, het stijgende aantal ADAS-kalibraties en een toenemend aantal klanten dat gebruik maakt van extra producten en diensten (zgn. Value Added Products & Services of ‘VAPS’ zoals ruitenwissers, koelvloeistof, etc.).

In combinatie met de **efficiëntieverbeteringen** van het ‘Fit for Growth’-programma verwachten we dat Belron in het boekjaar 2020 een **recordwinst** zal boeken. Op basis van de aanhoudende bijdrage van deze groeiaandrijvers in de komende jaren, schatten we de waarde van D’leteren’s 54,8%-belang in Belron op 63,9 euro per aandeel.

Wanneer we ook rekening houden met een door Covid-19 geïmpacteerde maar veerkrachtige **autodivisie** (die 15,3 euro per aandeel vertegenwoordigt) en een **oorlogskas** van 1,4 miljard euro (goed voor 26,5 euro per aandeel), geloven we dat D’leteren aan een **discount van 44%** handelt ten opzichte van onze som-der-delen-waardering van 107 euro per aandeel.”

### Bedrijfsactiviteiten

D’leteren is een familiebedrijf dat actief is in de distributie van nieuwe wagens van de Volkswagen-merken in België. Via dochteronderneming Belron is de groep wereldwijd ook de grootste speler op de markt voor herstelling en vervanging van voertuigbeglazing, met bekende merken zoals Carglass en Autoglass. Sinds 2016 is D’leteren ook eigenaar van Moleskine, gekend van zijn notebooks.

### Investment case

KBCS schat de nettoactiefwaarde van D’leteren op 107 euro per aandeel, voornamelijk gedreven door de waardering van 64 euro per aandeel voor het 54,8%-belang in Belron, dat profiteert van sterke groeitrends (ADAS, prijs/mix, VAPS). Analist Michiel Declercq stipt verder de door Covid-19 geïmpacteerde, maar

veerkrachtige autodivisie aan (die 15 euro per aandeel vertegenwoordigt) en een aanzienlijke nettokaspositie van 1,4 miljard euro, waarmee D'leteren in de huidige marktomgeving opportuniteiten kan grijpen.

## Triggers

- Belron: terugkeer van de volumes naar pre-Covidniveaus eens de economie heropent en het verkeer normaliseert.
- Belron: verbeterde efficiëntie als gevolg van het "Fit for Growth"-programma
- Belron: een uitstap van private-equitygroep Clayton, Dubilier & Rice, die een belang in Belron aanhoudt, kan de werkelijke waarde van het bedrijf ontsluiten (nieuwe private-equitypartner of beursgang).
- Autodivisie: sneller dan verwacht herstel van de Belgische autoregistraties na 2020.
- Autodivisie: verdere toename van het marktaandeel van het VW-merk, dankzij de populariteit van SUV's.
- Herinvoering van het aandeleninkoopprogramma.

## Risico's

- Belron: nieuwe lockdowns in de kernmarkten, met gevolgen voor het totale verkeersvolume.
- Veranderende trends in het gebruik van auto's, d.w.z. meer telewerken in het postcoronatijdperk.
- Technologische disrupties in ADAS (zelfkalibrerende auto's), al is dat momenteel nog niet concreet.
- Wijzigingen in het gunstige fiscale regime voor bedrijfswagens in België.
- Risico van herinvestering van een aanzienlijke cashpool.





## Elia Group

<b>Elia Group</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>93,7 EUR</b>
	Naam analist	<b>Bart Cuypers</b>	Koersdoel	<b>102 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0003822393</b>	Opwaarts potentieel	<b>8,9%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Bart Cuypers: "Elia is een **Covid-19-bestendig** aandeel dat een **centrale positie** bekleedt in de **energietransitie**.

Hoewel het winstmomentum op korte termijn (2020-2021) beperkt blijft, mikken we voor de periode 2020-2024 op een samengestelde **groei van de winst per aandeel van 8,5%**, op basis van goedgekeurde budgetplannen. Aan de huidige waardering beschikt het Elia-aandeel volgens ons over een solide risico-rendementsprofiel."

### Bedrijfsactiviteiten

Elia System Operator (ESO) is de Belgische transmissienetbeheerder die de elektriciteit van de producenten naar de distributienetbeheerders en de grote industriële gebruikers transporteert. Elia is verantwoordelijk voor de invoer en uitvoer van elektriciteit van en naar de buurlanden. Elia bezit het volledige Belgische ultrahoogspanningsnet (150-380 kV) en ongeveer 94% van het Belgische hoogspanningsnet (30-70 kV). Daarnaast bezit het ook 80% van 50Hertz, één van de vier Transmission System Operators in Duitsland.

### Investment case

Elia is strategisch en centraal gepositioneerd in een evoluerende Europese energieomgeving. Hoewel de winst per aandeel over het boekjaar 2020-2021 lager zal uitkomen, ligt er volgens KBCS nog steeds een sterke groei van de winst per aandeel van 8,7% tegen 2024 in het verschiet (ten opzichte van de prognoses voor 2020). Dit wordt gedreven door aanzienlijke investeringen in de grote energietransitie, die naar schatting niet zal vertragen tot 2025-2030. Aan de huidige waardering is KBCS van mening dat dit defensieve, Covid-19-bestendige aandeel een investering waard is.

### Triggers

- Realisatie van fusies / overnames.
- Verhoging van de investeringsuitgaven (capex) in Duitsland (en België).
- Toenemende internationalisering en integratie van de Europese elektriciteitsmarkten, eventueel met aanleg van bijkomende interconnecties.
- Ingebruikname van het offshore netwerkproject in Duitsland.



## Risico's

- Ongunstige wijzigingen in de regelgeving.
- Gebudgetteerde investeringsplannen (capex) worden niet gerealiseerd
- Hoge leverage op beide activiteiten, zij het opgelegd door de regelgever.
- Daling van de outperformance op het gebied van de kosten in Duitsland.
- Grote financieringsbehoeften op de obligatiemarkt, die in een ongunstige markt moeilijker kunnen worden.



## HAL Trust

<b>Hal Trust</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>118,2 EUR</b>
	Naam analist	<b>Michiel Declercq</b>	Koersdoel	<b>145 EUR</b>
	ISIN code	<b>BMG455841020</b>	Opwaarts potentieel	<b>22,7%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Michiel Declercq: “Dankzij het **positieve vaccinnieuws** kon HAL profiteren van de sterke **opleving** van de aandelenkoers van **GrandVision**, die goed is voor 40% van de totale nettoactiefwaarde van HAL.

Tegelijkertijd is de **holdingkorting gekrompen** van 26% begin november tot 20-21% begin december. Wij denken dat de discount verder zou kunnen afnemen tot niveaus die meer in lijn liggen met de historische gemiddelden (2-jaarsgemiddelde: 14,7%, 5-jaarsgemiddelde: 3,5%) als de macro-economische vooruitzichten blijven verbeteren, omdat dit de kans op een **overname** van GrandVision door **EssilorLuxottica** zou vergroten.

Op basis van onze geschatte ondernemingswaarde van 160 euro per aandeel en een discount in lijn met de historische gemiddelden, herhalen wij onze “Kopen”-aanbeveling en koersdoel van 145 euro.”

## Bedrijfsactiviteiten

HAL Trust is een holding die investeert in een brede waaier van private en beursgenoteerde ondernemingen. De grootste participaties zitten in de optische detailhandel (GrandVision), de scheepvaart (Boskalis) en de uitbater van tankterminals Vopak, die resp. 40,1%, 9,3% en 20,7% van de ondernemingswaarde uitmaken. Daarnaast investeert Hal ook nog in een reeks niet-beursgenoteerde ondernemingen zoals Coolblue, Broadview, Ahrend etc.

## Investment case

Met dank aan het positieve vaccinnieuws veerde de koers van GrandVision op tot 26,3 euro, wat onder de overnameprijs van 28,0 euro ligt. Dat toont aan dat beleggers de kans op een succesvolle afronding van de overname steeds waarschijnlijker achten.

Desondanks staat de koers van HAL dit jaar zo'n 16% lager, terwijl KBCS de daling in de onderliggende waarde op amper 8,5% schat. Bijgevolg is de discount stevig toegenomen tot zo'n 20-21% (vs. 2-jaarsgemiddelde van 15%). Dat is volgens analist Michiel Declercq onterecht, aangezien HAL bij een succesvolle deal tussen GrandVision en EssilorLuxottica 5,5 miljard euro zou opstrijken, waarmee het opportuniteiten kan grijpen in de markt.

Daarnaast ondervindt Vopak, de tweede grootste positie in de portefeuille, weinig hinder van de huidige coronacrisis, omdat het vooral afhankelijk is van langetermijncontracten. Met het belang van 49% in Coolblue kan Hal dan weer profiteren van het toenemende succes van e-commerce.

Rekening houdend met een door KBCS geschatte ondernemingswaarde van 160 euro per aandeel en een discount in lijn met het historische gemiddelde herhaalt de analist het koopadvies en koersdoel van 145 euro.

## Triggers

- Een succesvolle afronding van de GrandVision-overname zou voor HAL leiden tot een stijging van het nettokassaldo met 5,5 miljard euro, waardoor het totaal op 6 miljard euro uitkomt.
- Een verderzetting van de deal zou de holding toelaten om de aanzienlijke cashpositie in de huidige markt snel aan het werk te zetten.
- Covid-19 heeft ervoor gezorgd dat de consument vertrouwd is geraakt met e-commerce, wat op de lange termijn een structureel positieve impact op Coolblue zal hebben.
- Een verdere stijging van de beurzen en heropening van de economie zal een positief effect hebben op de waardering van de private bedrijven.

## Risico's

- Het afspringen of een heronderhandeling van de deal tussen EssilorLuxottica en GrandVision zou de koers van GV - en dus ook de onderliggende waarde van HAL - onder druk zetten.
- Negatieve economische vooruitzichten hebben een impact op kapitaalintensieve sectoren (Boskalis).
- Een negatief beurs sentiment heeft over het algemeen een negatieve impact op de waardering van private bedrijven (lagere marktmultiples).



## Intertrust

<b>Intertrust</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>13,72 EUR</b>
	Naam analist	<b>Thomas Couvreur</b>	Koersdoel	<b>20 EUR</b>
	SIN code	<b>NL0010937058</b>	Opwaarts potentieel	<b>45,8%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Thomas Couvreur: “ De **hoge schuldgraad** en het **uitvoeringsrisico** van de overname van **Viteos** blijven wegen op de waardering. Toch blijven de onderliggende fundamenteën solide, met een hoge cashgeneratie die de schuldgraad snel kan verlagen en de integratie die ondanks Covid-19 vlot verloopt.

De operationele efficiëntiewinsten van de Viteos-overname zullen vanaf het vierde kwartaal zichtbaar worden en in 2021 verder toenemen.

We zien de **integratie van Viteos als de trigger voor een herwaardering** van het aandeel. Op korte termijn is het neerwaarts risico beperkt en op de langere termijn bieden opportuniteiten in een post-Covid-omgeving verder opwaarts potentieel.”

## Bedrijfsactiviteiten

Intertrust biedt een breed scala aan diensten aan bedrijven, fondsen en vermogende particulieren, op het gebied van (i) wetgeving, belastingen en regelgeving, (ii) domiciliërings- en trustee diensten, (iii) bedrijfsoprichting en -liquidatie, (iv) bewaarnemings- en fiduciaire diensten en (v) thesauriebeheer. De diensten worden aangeboden via bedrijfsstructuren die over de hele wereld zijn opgezet, maar voornamelijk in Nederland, Luxemburg, Jersey en Amerika (de Bahama's, Kaaimaneilanden, Maagdeneilanden, Curaçao, enz.).

## Investment case

Intertrust is volop bezig met het digitaliseren en automatiseren van zijn traditionele, op papier gebaseerde activiteiten. De overname van Viteos zal vanaf 2021 aanzienlijke synergievoordelen opleveren en Intertrust toelaten om meer innovatieve digitale oplossingen aan te bieden die meer lijken op die van een fintechspeler dan op die van een traditionele aanbieder van Fund & Trust Services. KBCS gelooft dat deze transformatie veel voordelen zal opleveren.

## Triggers

- Synergievoordelen van de Viteos-integratie moeten in de resultaten van 2021 zichtbaar worden.
- Herstel van de Corporate Services naarmate de coronabeperkingen afgebouwd worden.
- Stijging van het marktaandeel door uitbreiding van het aanbod voor digitale diensten.
- Groei van de markt voor fondsendiensten door toename van passieve beleggingsstrategieën.
- Verhoogde complexiteit van de regelgeving speelt in het voordeel van Corporate Services.

## Risico's

- Intertrust is actief in een omgeving die gevoelig is voor gerechtelijke procedures.
- Hervormingen in de regelgeving kunnen een negatieve invloed hebben op het bedrijf.
- M&A-strategie & integratierisico's.
- Zwaar afhankelijk van IT & operationele systemen.
- Risico's verbonden aan internationale activiteiten.
- Concurrentiedruk voor klantenacquisities.
- Leveraged financiële positie van 3,77x nettoschuld/EBITDA.



## Telenet

<b>Telenet</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>35,08 EUR</b>
	Naam analist	<b>Ruben Devos, CFA</b>	Koersdoel	<b>40 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0003826436</b>	Opwaarts potentieel	<b>14,0%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Ruben Devos: “Er lijkt momenteel een **disconnectie** te zijn tussen **private en publieke waarderingen**, terwijl de vooruitzichten op cash returns van het bedrijf, de defensieve kwaliteiten en de eigendom van de infrastructuur volgens ons een **hogere waardering rechtvaardigen**.

In de huidige marktomstandigheden is er ook een verhoogde kans dat één van de verschillende **koerskatalysatoren concreet** wordt, waaronder een gedeeltelijke verzilvering van de mobiele masten (wat de waarde van de telecominfrastructuur ontsluit), de uitkoop van enkele minderheidsaandeelhouders door Liberty Global (private/publieke waarderingsskloof), een mogelijke overname van VOO (heropstart van het verkoopproces in september 2020) of een fusie met Vodafone-Ziggo (aanzienlijke belastingsynergieën).

Ook belangrijk is de invoering van het **nieuwe dividendbeleid** voor aandeelhouders met een minimum van 2,75 euro per aandeel, ruim boven de consensusverwachting van 2,2 euro per aandeel. Telenet heeft bij de publicatie van de resultaten over het derde kwartaal ook de aangepaste EBITDA-prognose voor het volledige boekjaar 2020 opgetrokken.”

### Bedrijfsactiviteiten

Telenet levert breedbandinternet, vaste en mobiele telefoniediensten en kabeltelevisie aan klanten in heel Vlaanderen en Brussel, via een HFC-netwerk (hybride glasvezel-coax). Liberty Global is de hoofdaandeelhouder van Telenet.

## Investment case

KBC Securities verhoogde eind september het advies voor Telenet van “Houden” naar “Kopen”, vooral op basis van de waardering. De voorbije maanden getuigden verschillende transacties van een schijnbare ont koppeling tussen private en publieke waarderingen, maar ook de vooruitzichten op cash returns van het bedrijf, de defensieve kwaliteiten en de eigendom van de infrastructuur rechtvaardigen volgens KBCS een hogere waardering. Volgens analist Ruben Devos bieden de huidige omstandigheden een grotere kans dat een van de eerder genoemde katalysatoren zich voordoet.

## Triggers

- Bod van Liberty Global.
- Grensoverschrijdende fusie met VodafoneZiggo.
- Hoger dan verwachte groei van het aantal abonnees.
- Groei in Wallonië (organisch/anorganisch).
- Effectieve kostenbesparende maatregelen.
- Gedeeltelijke verzilvering van de portefeuille mobiele masten.

## Risico's

- Appetijt voor laaggeprijsde vaste diensten leidt tot een toenemend verlies van abonnees en een hoger verloop (zgn. ‘churn’).
- De snelle opkomst van streamingdiensten en meer ‘on demand’-tv zouden het nettoverlies aan tv-abonnees kunnen versnellen.
- Aantrekkelijke aandeelhoudersvergoedingen blijven uit.
- Nadelige impact van regelgeving.
- Verhoogde concurrentie op het vlak van vaste mobiele diensten en lagere inkomsten uit ‘mobile only’.



## Tubize

<b>Tubize</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>78,8 EUR</b>
	Naam analist	<b>Michiel Declercq</b>	Koersdoel	<b>120 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0003823409</b>	Opwaarts potentieel	<b>52,3%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Michiel Declercq: "Tubize heeft de mogelijkheid om te **profiteren van het opwaarts potentieel van UCB**, waarvoor KBCS een koersdoel van 119 euro hanteert. Dat koersdoel is **gebaseerd op de sterke prestaties** van de belangrijkste producten Cimzia en Vimpat, aanzienlijke vooruitgang voor Evenity en Bimekizumab en bijgewerkte vooruitzichten voor het boekjaar 2020 (doelstelling omzet: tussen 5,05 en 5,15 miljard euro; rEBITDA (% omzet): 26-27%; winst per aandeel: tussen 4,4 en 4,8 euro per aandeel en een rEBITDA-doelstelling op middellange termijn van 31% voor het jaar 2022).

Bovendien noteert de monoholding **tegen een discount van 41,5%**. Wij zijn van mening dat de huidige holdingkorting te hoog is in vergelijking met het gemiddelde voor monoholdings in het algemeen (2-jaarsgemiddelde: 27%).

Het voorbije jaar is **de nettoschuld op holdingniveau ook sterk gedaald** van 138,8 miljoen euro eind 2018 tot 30,3 miljoen euro medio 2020. Uitgaand van een gelijkaardig/licht stijgend UCB-dividend voor volgend jaar (2019: 1,24 euro per aandeel, inkomsten voor Tubize 84,4 miljoen euro), schatten we dat Tubize **medio 2021 schuldenvrij** zal zijn. Dat zou resulteren in extra beschikbare inkomsten in 2021 en nagenoeg volledig beschikbare dividendinkomsten van UCB in 2022.

Die bijkomende beschikbare inkomsten zouden gebruikt kunnen worden om ofwel **het dividend van Tubize te verhogen**, wat een hoger rendement zou geven dan UCB, ofwel om **eigen aandelen in te kopen**. In beide gevallen achten wij een lagere korting gerechtvaardigd. Een derde optie zou zijn om extra aandelen van UCB te kopen, waarvoor de monoholding zou kunnen beslissen om extra schulden aan te gaan. Op basis van het opwaarts potentieel in UCB en een korting van 34%, komen we tot **een "Kopen"-advies en een koersdoel van 120 euro.**"

### Bedrijfsactiviteiten

Tubize is het holdingbedrijf waarmee de familie Janssen de feitelijke controle uitoefent over UCB. De familie houdt iets meer dan 50% van de uitstaande Tubize-aandelen aan en heeft een belang van 35% in UCB.

## Investment case

Rekening houdend met voldoende liquiditeit, een stabiel onderliggend actief, verwaarloosbare holdingkosten en een dalende schuldgraad vindt KBC Securities de historische holdingkorting (2-jaarsgemiddelde: 43,6%) overdreven en ziet het geen reden waarom de discount van Tubize niet in lijn zou liggen met die van andere monoholdings (27%).

## Triggers

- Verlaging van de holdingkorting kan worden getriggerd door minder schuldherfinanciering, met als gevolg een recurrenter en sterker dividendbeleid.
- Door een overname van UCB zou de discount onmiddellijk verdwijnen.

## Risico's

- Het aangaan van nieuwe schulden op holdingniveau voor de aankoop van extra UCB-aandelen kan de hoge discount doen aanhouden.
- Verder opvoeren van het belang in UCB aan een dure prijs.
- Familiegeschillen in het aandeelhouderschap van Tubize.
- Negatieve uitspraken voor UCB's ontwikkeling van nieuwe medicijnen.
- Activa in de pijplijn van UCB die in een laat stadium van de klinische ontwikkeling falen.





VGP

VGP

VGP	Advies	KOPEN	Huidige koers	119,4 EUR
	Naam analist	Joachim Vansanten	Koersdoel	134 EUR
	ISIN code	BE0003878957	Opwaarts potentieel	12,2%

## Motivering van de aanbeveling

Analist Joachim Vansanten: "E-commerce, nearshoring en een verhoogde behoefte aan opslag zijn sterke fundamentele trends die door de Covid-19-pandemie in versnelling zijn geraakt en de vraag naar logistieke activa doen stijgen.

We geloven dat VGP **goed gepositioneerd** is om daarvan een graantje mee te pikken. De groep beschikt over een **aanzienlijke grondbank**, is in staat om via de joint ventures met Allianz snel **kapitaal te recycleren**, en beschikt over een **solide balans**.

We pleiten ervoor om nu in te stappen, omdat er duidelijke **katalysatoren voor de koers** van het aandeel in het verschiet liggen: (i) in het huidige onzekere beursklimaat zal VGP wellicht beter presteren, (ii) we verwachten dat VGP een uitbreiding van de joint ventures met Allianz zal aankondigen en (iii) we denken dat er een grote kans is dat VGP in de eerste helft van 2021 wordt opgenomen in de FTSE EPRA NAREIT Developed Index."

## Bedrijfsactiviteiten

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

## Investment case

Logistieke spelers zullen profiteren van sterke fundamentele trends die de vraag naar logistieke activa stimuleren (e-commerce, nearshoring en verhoogde opslagbehoeften). VGP is volgens KBCS goed gepositioneerd om te profiteren van deze trends, gezien het sterke management, de omvangrijke grondbank en de sterke samenwerking met Allianz via de drie joint ventures. Daardoor heeft VGP volgens KBCS het vermogen om in de toekomst aanzienlijk te groeien.

## Triggers

- Opstart en realisatie van bijkomende projecten, waardoor de pijplijn verder wordt uitgebreid.
- Aankoop van nieuwe grond boven de voorziene run rate.
- Ondertekening van nieuwe huurovereenkomsten.
- Rentedaling/(stijging) wat leidt tot positieve/ (negatieve) herwaarderingen.
- Opzetten van een nieuwe joint venture.
- Uitbreiding naar nieuwe Europese landen.

## Risico's

- Afhankelijkheid van de joint venture om het huidige ontwikkelingstempo te handhaven.
- Maatregelen om de verspreiding van coronavirus tegen te gaan, raken de toeleveringsketens die op hun beurt de huurders van VGP kunnen treffen.
- De logistieke sector is afhankelijk van economische cycli.
- Een verslechtering van de logistieke markt zou de inkomsten kunnen raken.
- Onvoorzien vertrek van huurders met gevolgen voor de huurinkomsten.
- Rentestijging met als gevolg negatieve herwaarderingen.
- Renterisico.



## Aandelen met marktkapitalisatie < 1 miljard euro

In de categorie **Small Caps** worden op dit moment Care Property Invest, Inventiva, Ontex, Orange Belgium en Sipef als favoriete aandelen naar voren geschoven.

Opgelet: Bolero wijst er u op dat Small Caps vaak een **illiquide aandelen** zijn en slechts een **beperkt handelsvolume** kennen.



### Care Property Invest

<b>CP Invest</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>26,85 EUR</b>
	Naam analist	<b>Wido Jongman</b>	Koersdoel	<b>36 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974273055</b>	Opwaarts potentieel	<b>34,1%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Wido Jongman: “We zijn **positief over zorgvastgoedspelers** en beschouwen de activa waarin ze investeren als essentieel voor de samenleving. We zien de vraag naar deze activa op lange termijn ook groeien.

Niettemin is het **risico van Covid-19 zeker niet nihil**. Zorgvastgoed wordt relatief hoog gewaardeerd, vanwege de onderliggende langetermijncontracten (van het type triple-net), met professionele en solvabele uitbaters. Die contracten worden op dit moment gewaardeerd met een beperkt risico.

De coronacrisis zal wellicht aantonen dat **zorgvastgoed ook inherent risicovol** is: langetermijncontracten zullen slechts bestendig zijn zolang de kasstroom van de activiteiten niet door elkaar wordt geschud. **Continuïteit in de exploitatie van woonzorgcentra** in de komende maanden zal moeten uitwijzen of er al dan niet sprake is van een impact. Tot nu toe was die impact nog niet zichtbaar. We gaan ervan uit dat de winst van de exploitanten na afbouw van de **steunmaatregelen** zal worden beïnvloed, maar we verwachten ook dat de overheidssteun niet volledig zal worden ingetrokken zolang de leegstand hoger is dan in normale omstandigheden het geval zou zijn geweest.

We verwachten dat de **bezettingsgraad** voor zorgaanbieders zich na verloop van tijd opnieuw zal beginnen te herstellen, ook zonder vaccins, omdat de diensten die ze aanbieden niet-discretionair zijn. Personen die zorgbehoevend zijn, kunnen dit niet op lange termijn uitstellen. Dit zal het kasstroomniveau en de capaciteit om normaal huur te blijven betalen de komende kwartalen ondersteunen. Het nieuws rond vaccins ontwikkelt zich echter snel en we verwachten dat de bewoners van verpleeg- en rusthuizen en het personeel in een eerste fase zullen worden gevaccineerd. Dat zal bovenstaande risico's snel moeten verminderen.

In ons waardingsmodel, dat gebaseerd is op de **Discounted Cash Flow-methode** (DCF), hanteren we een WACC van 3,3%, net als voor sectorgenoot Aedifica. Ondanks de hogere liquiditeit van Aedifica en de EPRA-notering vinden wij dit gepast, omdat CP Invest meer **defensieve huuropbrengsten** heeft, aangezien ongeveer 50% afkomstig is van Belgische (semi-)overheidsorganisaties en non-profit huurders. Onze DCF wijst op een waardering van 36 euro per aandeel. Het advies is "Kopen".

## Bedrijfsactiviteiten

CP Invest is een Belgische gereguleerde vastgoedvennootschap (GV) die uitsluitend investeert in zorgvastgoed in België (90%) en Nederland (10%). In de eerste helft van 2020 zette het bedrijf ook zijn eerste stappen in Spanje.

De totale portefeuillewaarde bedraagt 803 miljoen euro, waarvan 37% financiële leasing en 63% vastgoedbeleggingen. De bezettingsgraad blijft met 100% uitstekend en de gemiddelde looptijd van de huurcontracten is ongeveer 17,5 jaar. Het netto aanvangsrendement (EPRA NIY) bedraagt 5,15%. De huidige schuldratio bedraagt 46,73%, wat KBC Securities een gezond niveau vindt.

## Investment case

KBC Securities is positief over zorgvastgoedspelers en beschouwt de activa waarin ze investeren als essentieel voor de samenleving. Analist Wido Jongman ziet de vraag naar deze activa op lange termijn ook groeien.

In het waardingsmodel voor het CP Invest, dat gebaseerd is op een Discounted Cash Flow-methode (DCF), hanteert KBCS een WACC (Weighted Average Cost of Capital) van 3,3%, net als voor sectorgenoot Aedifica. Ondanks de hogere liquiditeit van Aedifica en de EPRA-notering vindt analist Wido Jongman dit gepast, omdat CP Invest meer defensieve huuropbrengsten heeft, aangezien zo'n 50% afkomstig is van Belgische (semi-)overheidsorganisaties en non-profit huurders. De DCF wijst op een waardering van 36 euro per aandeel. Het advies is "Kopen".

## Triggers

- Aankondiging van nieuwe projecten, waardoor de groei de verwachtingen kan overtreffen.
- Groei aan hoger dan verwachte opbrengstniveaus.
- Onverwachte rentebewegingen.
- Covid-19 kan de financiële stabiliteit van zorgaanbieders beïnvloeden.

## Risico's

- Hevige concurrentie voor activa met een laag risico die op lange termijn cash genereren, waardoor interessante of waarde toevoegende uitbreidingsmogelijkheden beperkt worden.
- Het bedrijf is afhankelijk van de toegang tot de kapitaal-/aandelenmarkt om de verwachte jaarlijkse uitbreiding van zijn portefeuille (90 à 100 miljoen euro per jaar) te financieren.
- Wijzigingen in de sociale zekerheid kunnen de inkomsten van zorguitbaters aantasten.
- Covid-19 kan aan de financiële stabiliteit van zorgaanbieders raken, met mogelijke gevolgen voor de huurbetalingsverplichtingen.
- Covid-19 kan leiden tot lagere geschatte huurwaarden (ERV, Estimated Rental Value) en bijzondere waardeverminderingen van activa.



## Inventiva

<b>Inventiva</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>10,26 EUR</b>
	Naam analist	<b>Lenny Van Steenhuyse</b>	Koersdoel	<b>28 EUR</b>
	ISIN code	<b>FR0013233012</b>	Opwaarts potentieel	<b>172,9%</b>

## Motivering van de aanbeveling

Analist Lenny Van Steenhuyse: "Eind juni publiceerde Inventiva resultaten voor zijn klinische NATIVE-studie in fase IIb met **Lanifibranor** bij NASH-patiënten (niet-alcoholische leverontsteking), waaruit bleek dat het middel een **topkandidaat** is in de race naar de NASH-markt.

Inventiva handelt met een **flinke korting tegenover Amerikaanse beursgenoteerde sectorgenoten** wiens studie zich nog in een vroeger stadium bevindt of die inferieure resultaten boeken (Mcap IVA 452 miljoen dollar, Madrigal 1.869 miljoen dollar, Akero 947 miljoen dollar, NGM Bio 1.719 miljoen dollar). Met resultaten die tot de beste van de klas behoren in NASH-therapeutica en **aangevulde**

**cashreserves** na zijn recente **beursgang** op **NASDAQ** zit Inventiva in een sterke positie om gesprekken op te starten rond partnering om Lanifibranor verder te ontwikkelen in fase III klinische studies.”

## Bedrijfsactiviteiten

Inventiva is een biotechbedrijf dat innovatieve therapieën ontwikkelt voor de behandeling van fibrotische aandoeningen, stofwisselingsziekten en kanker.

Twee potentiële medicijnen zitten in de klinische ontwikkelingsfase. Met Lanifibranor heeft Inventiva een fase IIb-studie voor de behandeling van leverziekte NASH (non-alcoholic steatohepatitis, niet-alcoholische leverontsteking) met succes afgerond. Met de tweede verbinding, Odiparcil, werd een fase IIa-studie voor de behandeling van stofwisselingsziekte MPS Type VI (mucopolysaccharidose VI) afgerond en kijkt het bedrijf naar potentiële partners om het middel verder te ontwikkelen, om zelf volledig op Lanifibranor te kunnen focussen.

## Investment case

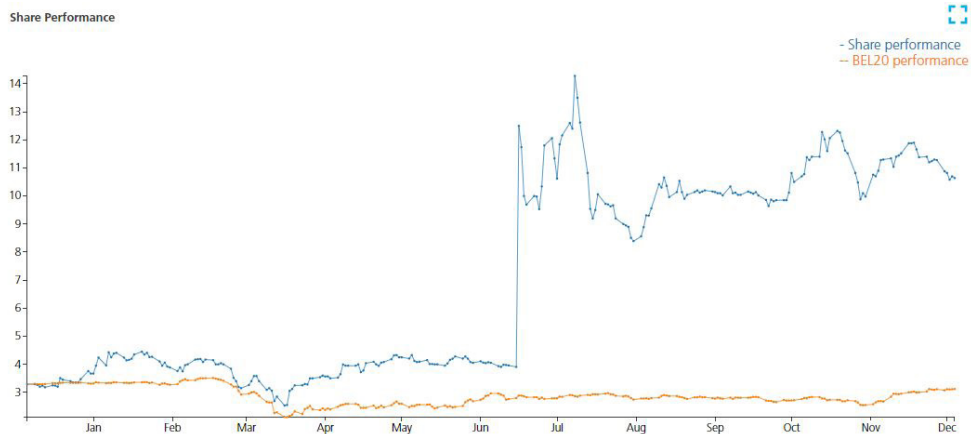
Inventiva kan een van de topspelers in het NASH-domein worden, wat de komende jaren naar verwachting een van de grootste farmaceutische markten zal zijn. Het belangrijkste kandidaat-geneesmiddel, Lanifibranor, wordt onderzocht in twee studies voor de behandeling van leverziekten NASH en NAFLD. Volgens KBCS is het aantrekken van een grote farmaceutische partner voor de verdere ontwikkeling van Lanifibranor het belangrijkste risico.

## Triggers

- Een mogelijke deal rond Lanifibranor in de fase III-studie voor de behandeling van leverziekte NASH.
- Fase II-studieresultaten Lanifibranor voor de behandeling van leverziekte NAFLD (eerste helft 2021).

## Risico's

- Geen partner vinden om Lanifibranor mee te ontwikkelen, de fase III-studie mee te financieren en het product op de markt te brengen.
- Veranderende regelgeving, hoge concurrentiedruk in het NASH-domein.
- Lanifibranor is veruit de grootste waardedrijfveer van het bedrijf; het falen van deze verbinding heeft een drastische invloed op de waardering.
- Fase IIb-resultaten worden niet bevestigd in de fase III-studie.
- Het NASH-onderzoeksdomein heeft nood aan duidelijke biomarkers, omdat leverbiopsieën invasief en patiëntonvriendelijk zijn.



## Ontex

<b>Ontex</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>10,23 EUR</b>
	Naam analist	<b>Alan Vandenberghe</b>	Koersdoel	<b>18 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0974276082</b>	Opwaarts potentieel	<b>76,0%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Alan Vandenberghe: “De **koers** van het Ontex-aandeel bevindt zich op een **historisch dieptepunt** en de korting (discount) tegenover de sectorgenoten bereikt nieuwe records, omdat het vertrouwen dat Ontex de huidige situatie kan beheersen, verdwenen is.

Niettemin zien we het recente **aandeelhoudersactivisme** als de **broodnodige ‘elektroshock’**. Volgens ons zijn er verschillende opties om waarde te ontsluiten. De resultaten over het derde kwartaal bevestigen dat Ontex ook enkele van die opties overweegt. We geloven dat de huidige koers een **interessante opportuniteit** biedt. Aangezien de **timing onzeker** is, maar de **katalysatoren overvloedig** zijn, denken wij dat het beter is om te vroeg dan te laat in te stappen.”

### Bedrijfsactiviteiten

Ontex produceert, verkoopt en verdeelt zijn wegwerphygiëneproducten in meer dan 100 landen via toonaangevende retailermerken, maar ook onder zijn eigen merken. De 15 productievestigingen zijn strategisch gespreid over Europa, Noord-Afrika en Pacifisch Azië, met vier gespecialiseerde centra voor onderzoek en ontwikkeling (R&D).

### Investment case

De koers van het Ontex-aandeel bevindt zich op een historisch dieptepunt en de korting tegenover sectorgenoten is enorm, omdat het vertrouwen van beleggers in het vermogen van Ontex om de huidige situatie in goede banen te leiden

is verdampt. KBCS beschouwt het recente aandeelhoudersactivisme echter als de broodnodige elektroshock. De huidige koers biedt volgens analist Alan Vandenberghe dan ook een interessante opportuniteit. Aangezien de timing onzeker is, maar de katalysatoren overvloedig zijn, gelooft hij dat het beter is om te vroeg dan te laat te zijn.

## Triggers

- Activistische aandeelhouders dringen aan op veranderingen.
- Verhoogde focus op bijv. private label of beperkte productcategorieën.
- Overname van een deel van de activiteiten van Domtar (personal care).
- Nieuw plan om de marges te verhogen.
- Blootstelling aan volatiele wisselkoersen terugdringen.
- Aanstelling van een nieuwe CEO en CFO.

## Risico's

- Wisselkoersvolatiliteit kan een aanzienlijke invloed hebben op de marges.
- Grondstoffenprijzen kunnen de winstgevendheid aantasten als stijgingen niet worden doorberekend naar de klant of beperkt.
- Niet in staat zijn om het vertrouwen in het bedrijf en de marktopportunities te herstellen.







## Orange Belgium

<b>Orange Belgium</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>21,8 EUR</b>
	Naam analist	<b>Ruben Devos, CFA</b>	Koersdoel	<b>23 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0003735496</b>	Opwaarts potentieel	<b>5,5%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Ruben Devos: “We geloven dat Orange Belgium **op koers** zit om de bovenkant van zijn EBITDAaL-jaardoelstelling (ca. 325 miljoen euro) te behalen. Op langere termijn verwachten we dat de fundamentele groei van de inkomsten uit mobiele diensten en de hogere winst in de kabelactiviteiten zullen aanhouden, wat zich moet vertalen in een geschatte samengestelde **groei van de winst per aandeel met 23%** over de periode 2020 - 2023.

We benadrukken graag de **defensieve kwaliteiten** van Orange Belgium. Zo is het verdienmodel grotendeels gebaseerd op abonnementsinkomsten en biedt het bedrijf in tijden van social distancing cruciale connectiviteitsdiensten aan. Daarnaast heeft het een lage schuldenlast en genereert het een hoge kasstroom.

De **resultaten** van Orange Belgium over het derde kwartaal waren **beter dan verwacht**, waarbij de omzet uit retaildiensten en de EBITDAaL resp. 2% en 3% boven de consensusverwachtingen uitkwamen. Na een kwartaal dat werd beïnvloed door de Covid-bepalingen en winkelsluitingen, slaagde het bedrijf erin om de commerciële dynamiek in het derde kwartaal te herwinnen.”

### Bedrijfsactiviteiten

Orange Belgium is een van de belangrijkste spelers op de Belgische en Luxemburgse telecommarkt. Het bedrijf biedt zijn residentiële klanten mobiele prepaid- en postpaiddiensten aan, en een heleboel andere innovatieve telecomdiensten. Als convergente speler biedt Orange ook tv en internet aan via het kabelnetwerk in België. Orange is ook een groothandelsbedrijf, dat zijn partners toegang verleent tot zijn infrastructuur en diensten.

### Investment case

Naast een aantrekkelijke waardering verwachten we dat de fundamentele groei van de inkomsten uit mobiele diensten en de verbeterde vooruitzichten voor de kabeldiensten in 2020 zullen aanhouden, waardoor het zicht op de winstgevendheid en de zelfredzaamheid van het bedrijf zal verbeteren. Na jaren van MVNO-inkostenverlies en tegenwind van regelgevende instanties mikken we nu op een samengestelde jaarlijkse groei (CAGR) van de winst per aandeel met 23% over de periode 2020 - 2023.”

## Triggers

- Verbeterde commerciële prestaties, voor zowel mobiele als vaste telefonie.
- Ondertekening van nieuwe MVNO-contracten (Mobile Virtual Network Operators).
- Operationele hefboomwerking door stijgende connectiviteitsinkomsten.
- Verbeterde brutomarge op kabelproducten door lagere gereguleerde groothandelstarieven.
- Orange Group koopt minderheidsaandeelhouders uit.

## Risico's

- Orange wint niet veel terrein met zijn vaste kabeldiensten.
- Concurrenten bieden betere prijs voor SIM-only en convergent aanbod.
- Stijgende licentiekosten voor mobiel.
- Kostengeoriënteerde groothandelstarieven voor de wederverkoop van gebundelde vaste diensten of breedbandtarieven laten slechts weinig ruimte om te concurreren.
- Toetreding van een vierde mobiele operator in België.

## Recent nieuws: overnamebod door Orange Group

Op 2 december 2020 kondigde **Orange Group** aan dat het een voorwaardelijk vrijwillig openbaar **overnamebod** wil uitbrengen op alle aandelen van Orange Belgium, voor een **prijs van 22 euro**. Op het moment van de aankondiging vertegenwoordigde de biedprijs een premie van 35,6% ten opzichte van de slotkoers van Orange Belgium (op 2 december 2020) en een premie van 49,3% ten opzichte van de volumegewogen gemiddelde beurskoers (volume weighted average price, VWAP) van Orange Belgium over de afgelopen zes maanden. Analist Ruben Devos is van mening dat het overnamebod van Orange Group **opportunistisch** is, maar **geen grote verrassing** gezien de recente ontwikkelingen in de sector, de historische relatie met zijn dochteronderneming en de strategische uitdagingen waarmee het bedrijf wordt geconfronteerd.





## SipEF

<b>SipEF</b>	Advies	<b>KOPEN</b>	Huidige koers	<b>43,6 EUR</b>
	Naam analist	<b>Alan Vandenberghe</b>	Koersdoel	<b>55 EUR</b>
	ISIN code	<b>BE0003898187</b>	Opwaarts potentieel	<b>26,1%</b>

### Motivering van de aanbeveling

Analist Alan Vandenberghe: "We hebben SipEF uitgeroepen tot een van onze favorieten aandelen na de **geruystellende trading update** over het derde kwartaal, met betere volumes en hogere prijzen.

We hebben toen onze schattingen verhoogd en positioneren ons nu aan de bovenkant van de richtlijnen (guidance). In de aanloop naar 2021 zijn de prijzen sterk en de vooruitzichten voor productiegroei solide. We blijven overtuigd van het **potentieel van het bedrijf op langere termijn**, gezien de positie als een pure duurzame palmolieproducent, en verwachten een **structureel gunstiger prijsklimaat** op middellange termijn. Met prijzen die nog steeds boven het break-evenniveau liggen en de mogelijkheid om investeringen (capex) uit te stellen, zien we **geen liquiditeitsrisico** voor SipEF."

### Bedrijfsactiviteiten

SipEF is een toonaangevende agro-industriële groep die focust op de productie van palmolie (82% van de brutowinst), rubber (10%), thee en bananen in Indonesië, Papoea-Nieuw-Guinea en Ivoorkust. Het bedrijf heeft een meerderheidsbelang in de tropische plantagebedrijven die het beheert. Palmolie wordt niet alleen gebruikt als olie om te koken maar ook als grondstof voor voedingsproducten, cosmetica, detergents en biodiesel.

### Investment case

Door SipEFs positie als pure, duurzame palmolieproducent blijft KBC Securities overtuigd van het potentieel op langere termijn en verwacht het een structureel gunstiger prijsklimaat op middellange termijn. Met prijzen die nog steeds boven het break-evenniveau liggen en de mogelijkheid om investeringen (capex) uit te stellen, ziet KBCS geen liquiditeitsrisico voor SipEF.

### Triggers

- Mogelijk hogere palmolieprijzen op lange termijn.
- Stijgende prijzen voor ruwe olie.
- Lage voorraden doorheen de productieketen.
- Verdere verkoop van niet-kernactiviteiten.
- M&A: zelf activa kopen of overgenomen worden.
- Beursnotering in Azië of het VK zou kunnen helpen om de discount te

verlagen.

## Risico's

- Politiek risico verbonden met activiteiten in Indonesië of Papoea-Nieuw-Guinea.
- Stijgende kostprijzen.
- Nadelige wisselkoersbewegingen.
- Afhankelijkheid van weersomstandigheden.
- Productie van alternatieve plantaardige oliën.
- Dalende prijzen voor ruwe olie.
- Sentiment rond palmolieprijzen (vooral in België).



## Volg alle wijzigingen in de Bolero Benelux Selectie op de voet

Bolero-klanten kunnen alle wijzigingen in de lijst met favoriete aandelen van KBC Securities op de voet volgen. Om bij updates in deze selectie meteen via mail op de hoogte te worden gehouden, volstaat het om in het **instellingenmenu op het Bolero-platform** uw inschrijving voor de **nieuwsbrief 'Topics NL' te activeren**.

Zo hoeft u ook in het nieuwe beursjaar geen enkele beleggingsopportunity meer te missen!

## Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op [www.kbcam.be/aandelen](http://www.kbcam.be/aandelen) en de "Disclosures" op [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.be/disclosures](http://www.kbcsecurities.be/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

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