

## KBC Ancora: nog steeds te hoge holdingkorting

Aandelen  | 31.01.2017 | Door Rudy De Groot - BNPP WM

Over de eerste zes maanden van het lopend gebroken boekjaar 2016/2017 (einde 30 juni) realiseerde monoholding KBC Ancora (Buy) een winst van 67,2 miljoen EUR (0,86 EUR per aandeel) tegenover een verlies van 10,5 miljoen EUR in de vergelijkbare periode een jaar eerder.

Deze terugkeer naar winst is te danken aan het interim-dividend van 1 EUR per aandeel dat dochter KBC in november uitkeerde (totaal bedrag van 77,5 miljoen EUR). We herinneren eraan dat de ontvangen dividenden van KBC de enige inkomstenbron voor KBC Ancora zijn. Hiertegenover stonden 9,3 miljoen EUR rentekosten op schulden en 1,1 miljoen EUR operationele werkingskosten. Op 19 mei e.k. na beurs zal KBC Ancora het bedrag en de betaaldatum van haar interim-dividend bekendmaken. Voor geheel 2016-2017 zal de groep bovendien het nog te bepalen slotdividend van KBC ontvangen en de gebruikelijke interestlasten en operationele kosten boeken. Met een normalisering van het dividendbeleid bij KBC (uitkering van ten minste 50% van de geconsolideerde winst) wordt ook KBC Ancora gebombardeerd tot een hoogdividendwaarde, met een verwacht dividendrendement van 5 tot 6% voor de komende jaren.

Belangrijker dan de resultaten is uiteraard de evolutie van de intrinsieke waarde van KBC Ancora. Met als enige actief een belang van 18,6% in KBC is de beurskoers van deze laatste hierbij uiteraard een determinerende factor. Bovendien wordt door de daling van de nettoschuld per aandeel, van 5,06 tot 4,21 EUR vandaag (impact ontvangen KBC-dividenden), de formule voor de berekening van de intrinsieke waarde per aandeel KBC Ancora als volgt aangepast: 0,99 keer de beurskoers van KBC minus 4,21 EUR nettoschuld per aandeel KBC Ancora. Op basis van de slotkoers van 30 januari bedroeg de intrinsieke waarde dus 55,7 EUR per aandeel, wat een holdingkorting van bijna 27% impliceert. Volgens ons nog steeds te hoog. Door een lager risicoprofiel en degelijk groeiritme bij KBC de komende jaren, de aanvaardbare schuldpositie en de normalisering van de dividendenstromen van KBC naar KBC Ancora, zien we deze holdingkorting verder afnemen tot een meer aanvaardbare 20%.

We blijven koper van KBC Ancora als een indirecte, goedkopere 'play' op KBC. Deze *top pick* binnen ons bankenuniversum blijft immers een van de meest solide bankiers in Europa op gebied van winstgevendheid, kapitaalsterkte en liquiditeitspositie, met daarbij een sterk gekapitaliseerde verzekeringspoot en bovengemiddeld dividendrendement. De stijging van de rentes sinds medio 2016 - en nog versterkt door verwachte reflatie na de Trump-overwinning - is positief nieuws voor de rentemarges. Op basis van een genormaliseerd koersdoel voor KBC van 65 EUR (tegenover het huidige erg conservatief koersdoel van 58,6 EUR), waarop we een 20%-holdingkorting toepassen, verhogen we daarom het koersdoel voor KBC Ancora van 42,4 tot 48,10 EUR per aandeel (opwaarts potentieel van 18%). Het koopadvies blijft van kracht.