



Bolero

TOPIC

2018

KBC Securities Top Picks 2018 15 favoriete aandelen voor het nieuwe jaar

13 december 2017
DOOR KBC SECURITIES



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.

De analisten van KBC Securities schakelden de voorbije weken een versnelling hoger om u een gloednieuwe lijst van **favoriete aandelen voor 2018** te kunnen bezorgen. De nieuwe 'Top Picks' voor 2018 zijn **AB InBev, Aegon, Ahold Delhaize, Galapagos, Melexis, NN Group, Nyrstar, SBM Offshore, UCB en VGP**. In de categorie Small Caps worden **Balta, Mithra, RealDolmen, Sioen en Sipef** naar voren geschoven.

Dit is meteen ook het uitgelezen moment voor een **terugblik op de prestaties van KBC Securities' Top Picks van 2017**: die selectie deed het met een globale stijging van 14% beter dan de Bel20 en de EuroStoxx50, maar 2,6% minder sterk dan de AEX. Met een gemiddelde stijging van 5,6% waren de prestaties van de Small Caps gemengd.

In onderstaande topic ontdekt u waarom deze aandelen volgens onze analisten in 2018 een plekje in uw portefeuille verdienen.





1. AB InBev



Advies	KOPEN	Huidige koers	94,31 EUR
Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	115 EUR
ISIN code	BE0974293251	Opwaarts potentieel	21,9%

	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	0,69	3,88	5,13	5,84
% groei j/j	-86,4%	463,4%	32,0%	14,0%
Koerswinst ratio	161,0x	28,6x	21,7x	19,0x
Bruto dividend (EUR)	3,60	3,60	3,60	3,70
% groei j/j	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%
Dividendrendement (%)	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Met een wereldmarktaandeel van circa 30% is AB InBev veruit de grootste brouwer in de wereld. In veel van 's werelds grootste afzetmarkten voor bier, zoals de VS, Brazilië en Mexico, neemt de onderneming een leidende positie in. Tot de wereldwijde vlaggendragers behoren merken als Budweiser, Corona en Stella Artois.

Triggers en risks



1. Nu de kosten van de omzet gemakkelijker kunnen worden vergeleken, wordt voor de komende kwartalen in Brazilië een verder herstel van het winstmomentum verwacht
2. Vooruitgang bij besparingen/synergieën na de recente afronding van de overname van SABMiller
3. De wereldwijde vlaggendragers van AB InBev zijn met succes op de markt gebracht in de afzetgebieden van SABMiller



1. Wisselkoersrisico: volatiliteit van de valuta's van opkomende landen (bijv. de BRL en de MXN)
2. Risico op accijnsverhoging
3. Daling consumptie per hoofd in Europa
4. Verder marktaandeelverlies in de VS

Vooruitzichten



- AB InBev verwacht een hogere omzetgroei in 2017, met de kostprijs van de verkochte goederen die een paar procent hoger geschat wordt en stabiele VAA-kosten. De doelstelling voor synergieën met SAB en kostenbesparingen is verhoogd van USD 2,8 mld tot USD 3,2 mld (te realiseren in de komende drie jaar).

Investment case

We geloven dat de winstmotor opnieuw zal aanslaan dankzij de synergieën met SAB en nieuwe kostenbesparingen. De sterke cashflowgeneratie maakt het mogelijk de schulden af te bouwen en een degelijk dividend te blijven uitkeren (3,5 - 4%).

2. Aegon



Advies	KOPEN	Huidige koers	5,26 EUR
Naam analist	Jason Kalamboussis	Koersdoel	6,1 EUR
ISIN code	NL0000303709	Opwaarts potentieel	15,9%

	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	0,22	0,43	0,53	0,53
% groei j/j	-4,5%	97,2%	23,1%	0,5%
Koerswinst ratio	24,3x	12,3x	10,0x	10,0x
Bruto dividend (EUR)	0,26	0,27	0,28	0,28
% groei j/j	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Dividendrendement (%)	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Aegon is een toonaangevende internationale onderneming op het gebied van levensverzekeringen, pensioenen en vermogensbeheer. Het concern heeft zijn hoofdkantoor in Nederland en is actief in meer dan 20 markten, waaronder Noord- en Zuid-Amerika, Europa en Azië. De voornaamste markt van het concern is de VS.

Triggers en risks



1. Solvabiliteit II-verhouding weldra in de "kanszone" van 200%, waardoor Aegon in 2018-2019 in een comfortabele positie terechtkomt om andere opties te gaan overwegen
2. Alle modellen met een "hoge impact" lijken de revue te zijn gepasseerd, en het brede offensief van de resultaten die daarmee in de VS zijn geboekt, betekende meteen het einde van deze ontwikkeling
3. KNAB, de online-bank van Aegon, draait weldra break-even, waardoor het in de nabije toekomst ook een positieve bijdrage kan leveren
4. Mogelijk zet de nieuwe coalitie zich in voor het nieuwe type pensioenoplossingen en de DC-productenprijsindex



1. Marktsentiment negatief wegens de kapitaalinjectie van deze zomer in het Nederlandse bedrijf
2. Klimaat van aanhoudend lage rente kan voor het winstpotentieel een neerwaarts risico creëren
3. Noodzaak van een meer ingrijpende ommekeer in de business mix

Vooruitzichten



- Aegon mikt op een ROE van 10% via autonome groei, besparingen en rendement op het kapitaal
- Het VK keert terug naar zijn genormaliseerde dividend van GBP 100 mln, Nederland naar 90 mln, de VS naar USD 900 mln en een klein gedeelte komt van de anderen
- Het bezuinigingsprogramma in de VS moet dit jaar USD 150 mln aan besparingen opleveren. Volgend jaar zal dit programma echter USD 150 mln meer winst opleveren. De winst van Aegon zal in 2008 wellicht ook profiteren van de 60 mln aan bezuinigingen die voor het VK zijn gepland (aankoop Cofunds).

Investment case

Wij menen dat er zich bij Aegon voor het eerst in vele jaren duidelijk een bedrijfsactiviteit aftekent die een zodanig nieuwe vorm aanneemt dat het concern daarmee zijn ROE-doelstelling van 10% kan bereiken. Aegon heeft een sterkere kapitaalbasis waarmee het zich kan richten op een verdere uitbouw van zijn activiteiten in provisieproducten. Daarom verhogen we onze aanbeveling naar "Kopen".

3. Ahold Delhaize



Advies	KOPEN			
Huidige koers	18,71 EUR			
Naam analist	Alan Vandenberghe	Koersdoel	22 EUR	
ISIN code	NL0011794037	Opwaarts potentieel	17,6%	
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	0,81	1,14	1,39	1,53
% groei j/j	-21,8%	40,7%	21,3%	10,2%
Koerswinst ratio	23,0x	16,4x	13,5x	12,3x
Bruto dividend (EUR)	0,34	0,58	0,64	0,72
% groei j/j	-35,1%	72,5%	9,9%	12,1%
Dividendrendement (%)	1,8%	3,1%	3,4%	3,8%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Ahold Delhaize is toonaangevend in de detailhandel in levensmiddelen en heeft diverse merken, waaronder Food Lion en Giant Carlisle in de VS, Shop & Go en Delhaize in België, AH, bol.com Gall & Gall in Nederland, Albert in de Tsjechische Republiek, en MAXI in Midden- en Zuidoost-Europa. Er zijn 5 bedrijfssegmenten: Nederland, België, Midden- en Zuidoost-Europa en 2 rapporterende entiteiten in de VS.

Triggers en risks



1. De inkomsten uit autonome groei zullen in combinatie met hogere korfverkopen tot betere marges leiden.
2. Het bereiken van de synergiedoelstelling wordt een extra katalysator voor de rentabiliteit
3. Het SBB-programma zal de aandelenkoers ten goede komen. Het wijst op een groot vertrouwen in de MT-vooruitzichten.
4. Ook een transparante waardering van de online-platforms zou waarde kunnen genereren.



1. De aankoop van Whole Foods door Amazon zorgt voor enige onzekerheid over de detailhandel in levensmiddelen in de VS. Daar komen nog de ontwikkelingsplannen van Aldi en Lidl in de VS bij.
2. Aangezien meer dan 60% van de omzet in de VS wordt gerealiseerd, hebben schommelingen in de EUR/USD-koers gevolgen voor de rentabiliteit en de aandelenprijs.
3. Investeringen in online-platforms (zoals bol.com) blijven de rentabiliteit drukken


Vooruitzichten



- In 2018 zou de vrije kasstroom moeten toenemen (niet becijferd) en zouden de investeringsuitgaven moeten stijgen tot 1,9 mld euro.
- AD blijft bij zijn eerdere prognose van 3,9% voor de REBIT-marge en een vrije kasstroom van 1,6 mld euro.

Investment case

De samengevoegde groep noteert tegen aantrekkelijke waarderingsratio's in vergelijking met de referentie-groep. Gezien het dynamische profiel, de zeer gezonde balans, de verborgen waarde in de online-activiteiten en de resterende synergieën, verwachten wij een outperformance van Ahold Delhaize. "Kopen"-advies bevestigd.

4. Balta					
	Advies	OPBOUWEN		Huidige koers	7,85 EUR
	Naam analist	Wim Hoste		Koersdoel	12 EUR
	ISIN code	BE0974314461		Opwaarts potentieel	52,9%
	2016A	2017E	2018E	2019E	
Winst per aandeel (USD)	0,71	0,14	0,60	1,08	
% groei j/j	-192,3%	-80,4%	334,2%	80,6%	
Koerswinst ratio	11,1x	56,8x	13,1x	7,2x	
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,02	0,21	0,38	
% groei j/j	-	-	768,3%	80,6%	
Dividendrendement (%)	0,0%	0,3%	2,7%	4,8%	

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Balta is een toonaangevend fabrikant van zachte vloerbekledingen. Balta is Europees marktleider in de segmenten mechanisch geweven tapijten en tapijten voor woningen en de op twee na grootste speler op de zakelijke markt in Europa.

Triggers en risks



1. Dalende grondstoffenprijzen
2. De verwachte herfinanciering van volgend jaar zal wellicht de vrije kasstroom sterk doen toenemen en middelen vrijmaken voor overnames



1. Volatiliteit van de grondstoffenprijzen en wisselkoersrisico's
2. De concurrentie
3. Het risico dat vasttapijt nog meer marktaandeel verliest t.o.v. het alternatief van harde vloerbekledingen


Vooruitzichten



- Balta gaf eind november een winstwaarschuwing waarin voor 2017 een pro-forma-REBITDA-marge van tussen 12,7 en 12,9% werd voorspeld. Na de winstwaarschuwing verlaagden wij onze prognose voor het lopende jaar met ongeveer 5% en gaan nu uit van een daling van de pro-forma-REBITDA van 9% t.o.v. 2016.

Investment case

Het vertrouwen in Balta heeft een deuk gekregen na de winstwaarschuwing van eind november en de zwakke resultaten van het derde kwartaal. Wij geloven dat sommige oorzaken van het zwakke winstmomentum van tijdelijke aard zijn, en met name kunnen worden toegeschreven aan de vertraging waarmee de hogere grondstoffenprijzen worden doorgerekend aan de klant. Na de recente lage aandelenkoersen achten wij de waardering aantrekkelijk en daarom geven wij het aandeel een positieve beoordeling.

5. Galapagos				
	Advies	KOPEN	Huidige koers	76,04 EUR
	Naam analist	Sandra Cauwenberghs, PhD	Koersdoel	88 EUR
	ISIN code	BE0003818359	Opwaarts potentieel	15,7%
		2016A	2017E	2018E
Winst per aandeel (USD)	1,17	-1,57	-1,81	-2,18
% groei j/j	-137,7%	-	-	-
Koerswinst ratio	64,8x	-	-	-
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	#N/A	#N/A
% groei j/j	-	-	#N/A	#N/A
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	#N/A	#N/A

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Galapagos is een biotechnologiebedrijf, gespecialiseerd in het ontdekken en ontwikkelen van moleculen en antilichamen met nieuwe werkingsmechanismen. Galapagos heeft verschillende programma's in de klinische fase en nog meer chemische molecuule programma's in onderzoek en pre-klinische ontwikkeling. Via partnerships met grote farmaceutische spelers kan Galapagos succesbetalingen ontvangen plus royalties.

Vooruitzichten



- Voor 2017 wordt een cash burn van 135 tot 155 miljoen euro verwacht, inclusief mijlpaalbetalingen. Er zijn drie fase III programma's aan de gang dus de onderliggende cash burn is hoog.
- Bijkomende POC fase II studies met Filgotinib.
- 2018 wordt het jaar van 'Cystic Fibrosis' en de zoektocht naar een drie-voudige combinatietherapie.
- Begin 2018: '2534 voor atopische dermatitis en '3121 voor psoriasis gaan naar fase I

Investment case

Het neerwaartse potentieel voor het aandeel in 2017 is beperkt vanwege het feit dat de voornaamste waardecreator filgotinib onlangs met enkele langetermijnstudies is gestart. We zien opwaarts potentieel in de talrijke gegevensstudies van de pijplijn voor taaislijmziekte en de andere Galapagos-producten die in ontwikkeling zijn.

Triggers en risks



1. Begin 2018: '2222 FLAMINGO fase II-data (monotherapie) voor taaislijmziekte
2. Begin 2018 '1972 (ADAMTS-5) data in fase Ib, 1H18 start van fase II in osteoartritis
3. Eerste helft 2018: '2737 fase II-data in tezacaftor/ivacaftor (Orkambi)-behandelde taaislijmziektepatiënten
4. Triple Combo' data in taaislijmziekte: midden 2018 '2737 + '2222 + '2451; tweede helft 2018 '2737 + '2222 + '3067; begin 2019 '3221 + '2222 + '3067.



1. Resultaten hangen af van mijlpaalbetalingen.
2. Waardering pijplijn grotendeels afhankelijk van filgotinib.
3. Producten die in klinische fase mislukken hebben zeer negatieve gevolgen voor de waardering.
4. Kandidaat-geneesmiddelen op basis van nieuwe doelen moeten hun doeltreffendheid bij de mens nog aantonen en houden een groter risico in dan beproefde doelen.
5. Het taaislijmziekteprogramma is riskant vanwege de ontwikkeling van 3 nieuwe geneesmiddelen die moeten worden gecombineerd.

6. Melexis



Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	80,45 EUR
Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	90 EUR
ISIN code	BE0165385973	Opwaarts potentieel	11,9%

	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	2,38	2,80	3,03	3,31
% groei j/j	-2,8%	17,5%	8,1%	9,4%
Koerswinst ratio	33,8x	28,7x	26,6x	24,3x
Bruto dividend (EUR)	2,00	2,20	2,42	2,66
% groei j/j	5,3%	10,0%	10,0%	10,0%
Dividendrendement (%)	2,5%	2,7%	3,0%	3,3%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Melexis ontwerpt, ontwikkelt, test en verkoopt geavanceerde geïntegreerde halfgeleiderproducten. De apparaten van Melexis voldoen aan de groeiende vraag van de wereld naar groenere en veiligere auto's die aangenaam zijn om mee te rijden, slimmere apparaten en meer bewuste gebouwen. Melexis levert unieke sensor- en driverchips die communiceren met analoge, digitale, bedrade of draadloze interfaces, verbeterd met geavanceerde ingebouwde microcontrollers of DSP-functies.

Triggers en risks



1. De trend naar groene wagens stimuleert de vraag naar meting
2. Gebruik van technologie in voertuigen blijft toenemen
3. Ook regelgeving vanuit de overheid ondersteunt het gebruik
4. Wereldwijde auto-industrie spendeert recordbedragen aan onderzoek en ontwikkeling door snelle evolutie van de concurrentie op de markt
5. De belangrijkste groeimotoren zijn magnetische sensoren, sensor interfaces en druksensoren. Ook de productlijnen van optische sensoren presteerden bovengemiddeld.
6. Concurrentieel voordeel in zelfrijdende wagens



1. Lage visibiliteit van activiteiten buiten de automobielsector
2. Relatie met het gelieerde X-Fab, dat een belangrijke toeleverancier is
3. Beperkte liquiditeit van het aandeel
4. Lage duurzaamheid van de belastingtarieven (10-15%, dankzij Bulgaarse activiteiten)
5. Ondanks een sterker dan geanticipeerde tegenwind van wisselkoersen in het derde kwartaal, noteerde Melexis een solide omzetgroei van 11% jaar-over-jaar. Zonder de negatieve impact van de EUR/USD wisselkoers zou de omzetgroei van Melexis 13% geweest zijn

Vooruitzichten



- Melexis rekt voor heel 2017 op een omzetstijging 'rond 12 procent'. Dat is een groei waar het gros van het Belgisch bedrijfsleven alleen maar van kan dromen, maar is wel de onderkant van de vork van 12 tot 14 procent die Melexis in augustus aangaf.
- Melexis blijft profiteren van een positief klantensentiment en ordergedrag in de tweede helft van het jaar in alle geografische regio's.
- In de eerste 9 maanden van 2017 bedraagt de omzetgroei buiten de automobielsector nu 24%. Het bewijst Melexis succes om innovatieve sensoren en drivers op de consumenten- en industriële markten te introduceren.

Investment case

De wereldwijde productie van lichte voertuigen zal naar verwachting op korte termijn gestaag toenemen en de halfgeleiderinhoud per wagen zal parallel groeien. De groeivoorzichten op lange termijn zien er nog steeds goed uit, omdat de innovatieve producten van Melexis perfect zijn aangepast aan de slimme, veilige, duurzame en stijlvolle auto's van de toekomst. Melexis is niet alleen goed gepositioneerd met zijn technologie die is ontworpen om voertuigkosten, gewicht en energieverbruik te verminderen, maar het heeft ook een voorsprong op de concurrentie in de groeiende markt voor autonome auto's.

7. Mithra



	Advies	KOPEN	Huidige koers	10,69 EUR
	Naam analist	Sandra Cauwenberghs, PhD	Koersdoel	15,5 EUR
	ISIN code	BE0974283153	Opwaarts potentieel	45,0%
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	-1,13	-1,77	-0,65	-0,33
% groei j/j	-	-	-	-
Koerswinst ratio	-	-	-	-
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	#N/A	#N/A
% groei j/j	-	-	#N/A	#N/A
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	#N/A	#N/A

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Mithra is een Belgisch farmaceutisch bedrijf dat zich focust op de ontwikkeling, de productie en de commercialisering van innovatieve geneesmiddelen en gezondheidsproducten gericht op de vrouwelijke gezondheidszorg.

Triggers en risks



1. 4e kwartaal 2017 Myring aanvraag marktgoedkeuring VS
2. Einde 1e kwartaal 2018 Donesta fase II
3. 2e kwartaal 2018 (EU)/2e helft 2018 (VS) toekenning marktgoedkeuring
4. 3e kwartaal 2018 (EU)/1e kwartaal 2019 (VS) Estelle fase III
5. Updates over complexe generische producten
6. Bijkomende licenties en partnerovereenkomsten



1. Dezelfde hoge kosten voor Onderzoek & Ontwikkeling (cash burn) verwacht in 2017
2. Bedrijf wordt meer en meer afhankelijk van ontwikkeling Estetrol
3. Mithra heeft wereldwijd geen nieuw innovatief product meer gelanceerd
4. Meest veelbelovende producten nog altijd in ontwikkeling
5. Cashpositie moet in het oog worden gehouden

Vooruitzichten



- Update over LOI China en complexe generische producten
- Activiteiten op het vlak van bedrijfsontwikkeling voor E4
- Fase II-resultaten voor Donesta einde 1e kwartaal 2018
- Fase III-resultaten voor Estelle in 3e kwartaal 2018 (EU)
- Fase III-resultaten voor Estelle in 1e kwartaal 2019 (VS)
- Verwachte cash burn rond 45 mln euro (cashpositie eind 2016 45,7 mln euro)

Investment case

De investment case van Mithra draait rond de producten op basis van Estetrol, waarvan Donesta het eerste zal zijn dat de resultaten van zijn fase II-studie zal opleveren op het einde van het eerste kwartaal van 2018. We verwachten dat een partnerovereenkomst voor het middel gesloten zal worden na afronding van fase II. De rekrutering voor Estelle fase III loopt en we verwachten de resultaten in het derde kwartaal van 2018 (EU/Rusland) en het eerste kwartaal van 2019 (VS/Canada). Het bedrijf wil een partnerovereenkomst voor Estelle sluiten na afronding van fase III. Onze waardering is gebaseerd op het potentieel in de VS en de EU, met upside voor andere regio's als er licentieovereenkomsten worden gesloten, zoals de recente Fuji-overeenkomst (JP + ASEAN).

8. NN Group



Advies	KOPEN	Huidige koers	37,27 EUR
Naam analist	Jason Kalamboussis	Koersdoel	41 EUR
ISIN code	NL0010773842	Opwaarts potentieel	10,0%

	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	3,67	3,80	3,96	4,35
% groei j/j	-22,0%	3,7%	4,0%	9,9%
Koerswinst ratio	10,2x	9,8x	9,4x	8,6x
Bruto dividend (EUR)	1,56	1,70	1,91	2,21
% groei j/j	3,1%	8,9%	12,7%	15,4%
Dividendrendement (%)	4,2%	4,5%	5,1%	5,9%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

NN Group is een Nederlandse multibrancheverzekeraar met een sterke aanwezigheid in een aantal Europese landen en Japan. Levensverzekeringen genereren ongeveer 70% van de totale winst en Asset Management en Schadeverzekeringen nemen de rest voor hun rekening.

Triggers en risks



1. Overname Delta Lloyd mogelijk veel winstgevender dan algemeen aangenomen omdat de vooruitzichten voor kapitaalgeneratie van de onderneming veel te terughoudend zijn
2. Bezorgdheid over de duurzaamheid van de kapitaalgeneratie van de groep is overdreven, aangezien de vrije cashflowgeneratie ondersteund zal worden door het betere UFR-cijfer en de toenemende risicobereidheid wat hypotheek betreft
3. Vrees voor misverkoop tak 23-producten overdreven: we schatten een beheersbare impact van 0,36 mld. euro in het meest negatieve scenario



1. Risico van misverkoop tak 23-producten blijft moeilijk te meten
2. Uitdagende vooruitzichten Nederlands levenbedrijf door afname back-book met levensverzekeringen, stevige concurrentie bij de groepsverzekeringen en de druk op de spreads op beleggingen.
3. Lage rentevoeten
4. Uitvoeringsrisico i.v.m. overname Delta Lloyd

Vooruitzichten



- We verwachten dat de overname van Delta Lloyd vanaf dag 1 een positief effect van 30% zal hebben op de vrije cashflow per aandeel.
- We verwachten een hervatting van het SBB-programma vanaf 2018, wanneer de integratie van Delta Lloyd in het interne model van NN afgerond zal zijn.

Investment case

De geplande overname van Delta Lloyd kan wel eens veel winstgevender zijn dan algemeen aangenomen omdat de kapitaalgeneratie van Delta Lloyd veel hoger is dan blijkt uit de prognoses. De kapitaalsynergieën zullen mogelijk positief verrassen. Het aandeel is erg aantrekkelijk gewaardeerd met een rendement van 13% FCFE voor eind 2018. Het advies luidt "Kopen".

9. Nyrstar



Advies	OPBOUWEN			Huidige koers	5,76 EUR
Naam analist	Wim Hoste			Koersdoel	9 EUR
ISIN code	BE0974294267			Opwaarts potentieel	56,3%
	2016A	2017E	2018E	2019E	
Winst per aandeel (USD)	-4,42	-1,13	0,71	1,42	
% groei j/j	-	-	-163,0%	99,1%	
Koerswinst ratio	-	-	8,1x	4,1x	
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	
% groei j/j	-	-	-	-	
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Nyrstar produceert wereldwijd meerdere metalen, maar heeft zich vooral toegelegd op de productie van zink. Nyrstar is de op één na grootste zinksmelter ter wereld, en is daarnaast ook enigszins actief in de zinkmijnbouw.

Triggers en risks



1. Bevestiging van de succesvolle opstart van Port Pirie
2. De krapte op de zinkmarkt zou de metaalkoersen verder kunnen opdrijven
3. Vanaf 2018 moet er voldoende vrije kasstroom worden gegenereerd om de schulden geleidelijk af te bouwen



1. Een hoge schuldenratio
2. Operationele risico's in verband met de opstart van Port Pirie
3. Onderhandelingen over verwerkingslonen in 2018


Vooruitzichten



1. Nyrstar voorzagt voor 2017 een zinkproductie van 1 à 1,1 mln ton, bij een mijnproductie van 115-135 kiloton zinkconcentraat. De komende jaren wil Nyrstar de productie van de mijnen verhogen tot 200 kiloton en die van de smeltovens tot 1,2 mln ton.

Investment case

Wij verwachten dat Nyrstar het goed zal doen omdat de kerncijfers van de zinkmarkt zeer robuust zijn en de aandelenkoersen in bijna tien jaar niet meer zo laag hebben genoteerd, waardoor gehoopt mag worden op een langdurig gunstig klimaat voor de zinkkoers. Wij voorspellen dat de EBITDA in 2018 zal opveren met 75%, ook dankzij een eerste bijdrage van 40 miljoen euro uit Port Pirie en een hogere mijnproductie. De waardering ziet er op termijn bijzonder aantrekkelijk uit.

10. RealDolmen				
	Advies	KOPEN	Huidige koers	26 EUR
	Naam analist	Guy Sips	Koersdoel	32 EUR
	ISIN code	BE0003899193	Opwaarts potentieel	23,1%
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	2,05	2,04	1,62	2,32
% groei j/j	2073,0%	-0,6%	-20,2%	42,7%
Koerswinst ratio	12,7x	12,8x	16,0x	11,2x
Bruto dividend (EUR)	0,67	0,69	0,75	0,79
% groei j/j	130,7%	2,7%	8,9%	5,4%
Dividendrendement (%)	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

RealDolmen is ontstaan uit de fusie van de Belgische IT-bedrijven Real Software en Dolmen. Realdolmen is één van de grootste onafhankelijke ICT-experts in België. Met ongeveer 1.400 hooggeschoolde medewerkers bedient het in de Benelux meer dan 1.000 klanten op strategisch, tactisch en operationeel ICT-vlak.

Triggers en risks



1. Het personeelsbestand groeit dankzij verhoogde aanwervingen en een lager natuurlijk verloop, de efficiëntie blijft verbeteren, de tarieven stijgen en de kosten zijn onder controle
2. De omzet van RealDolmen's outsourcingactiviteit voor applicatie- en infrastructuurbeheer groeit en de marges verbeteren
3. Het marktaandeel in IT-outsourcing, digitale transformatie en clouddiensten neemt toe



1. De productomzet van IT & Business Support staat onder lichte druk, terwijl de marges beter zijn dan vorig jaar

Vooruitzichten



1. Voor boekjaar 2017/2018 verwacht RealDolmen een stijging van de omzet. In de divisie IT & Business Consulting wordt een omzetgroei van meer dan 5 % verwacht, terwijl voor IT & Business Support wordt uitgegaan van een lichte daling.
2. RealDolmen verwacht dat de REBIT voor boekjaar 2017/2018 zal stijgen en de marges rond 5 % liggen.
3. Een waardevermindering van de uitgestelde belastingvorderingen kan niet worden uitgesloten; we noteren voorlopig -3 miljoen euro.

Investment case

We verwachten dat RealDolmen zich in toenemende mate zal toelagen op operationele uitmuntendheid en uitvoering van de activiteiten, en minder op fusies en overnames in het veranderende Belgische IT-landschap. RealDolmen gaat uit van REBIT-marges rond 5%. We verwachten nog steeds dat RealDolmen een stevige vrije kasstroom zal genereren, gesteund door zijn aanzienlijke uitgestelde belastingvorderingen en beperkte investeringsuitgaven, die zich vertalen in een indrukwekkend rendement op de vrije kasstroom. RealDolmen kondigde een dividendbeleid op lange termijn aan met een pay out-ratio van ongeveer 30% van de EBIT.

11. SBM Offshore



	Advies	KOPEN	Huidige koers	14,61 EUR
	Naam analist	Cédric Duinslaeger	Koersdoel	19 EUR
	ISIN code	NL0000360618	Opwaarts potentieel	30,1%
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	0,11	0,28	0,91	0,71
% groei j/j	1,0%	139,6%	230,3%	-22,4%
Koerswinst ratio	149,6x	62,4x	18,9x	24,4x
Bruto dividend (EUR)	0,23	0,23	0,30	0,18
% groei j/j	9,5%	0,0%	30,5%	-41,2%
Dividendrendement (%)	1,6%	1,6%	2,1%	1,2%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

SBM Offshore levert kapitaalgoederen en diensten aan de offshore olie- en gasindustrie. Belangrijke onderdelen van zijn portfolio omvatten (1) ontwerp, bouw en levering van offshore import/export terminals voor olie- en gasproducten, drijvende productie- en opslagsystemen (FPSO en FSO), (2) dienstverlening op het gebied van offshore olie- en gasproductie via het leasen van productie- en opslagsystemen (FPSO's) die eigendom zijn van SBMO (en eventuele partners).

Triggers en risks



1. EBITDA uit leasevloot van meer dan 900 miljoen dollar in de komende jaren; geen nood aan extra kapitaalinvesteringen
2. Lancering van Fast4Ward FPSO om competitief te blijven nu de oliepieken laag zijn
3. Schikking in Brazilië (huidige provisie: 275 miljoen USD)
4. Algemene stijging van het aantal FPSO's



1. Langdurig lage oliepieken en beperkte investeringsuitgaven/definitieve investeringsbeslissingen bij grote oliemajors voor diepzeeprojecten
2. Verliezen in de 'turnkey'-divisie met beperkte dekking van lopende orders
3. Toenemende concurrentie bij aanbestedingen voor grote nieuwe FPSO-projecten, bv. van spelers van middelgrote omvang
4. Dure (USD) schikking in Brazilië en heropening onderzoek door de VS. Verwachte schikking in Brazilië is nog niet goedgekeurd.

Vooruitzichten



- SBMO schat de opbrengsten voor 2017 op 1,7 miljard dollar, waarvan 1,5 miljard dollar voor lease & operate en 0,2 miljard dollar in turnkey (gebruiksklare projecten). Richtlijn voor de EBITDA bedraagt 750 miljoen dollar.
- SBMO heeft de FPSO voor de eerste fase van Liza toegekend gekregen en het bevindt zich in een goede positie voor verdere ontwikkelingen binnen het domein.
- SBMO verwacht 6 tot 8 FPSO-awards voor 2018, met de helft ervan toegekend in Brazilië. In 2017 waren er geen FPSO-awards. Het bedrijf verwacht een traag herstel in het diepzee offshore-segment.

Investment case

We blijven positief voor SBMO gelet op de rugdekking die de lopende orders van de leasevloot zullen geven aan onze beleggingscase (17 miljard dollar met een EBITDA-margepotentieel van 63%). Bovendien denken we dat de lopende programma's zoals o.a. Fast4Ward zorgen voor goede positionering van SBMO wanneer de aanbestedingen weer aantrekken. De leasevloot zal de komende jaren voor sterke en voorspelbare (surplus) cashflows zorgen en de eisen m.b.t. investeringsuitgaven zullen afnemen.

12. Sioen

SIOEN INDUSTRIES	Advies	KOPEN	Huidige koers	28,53 EUR
	Naam analist	Ruben Devos	Koersdoel	30,5 EUR
	ISIN code	BE0003743573	Opwaarts potentieel	6,9%
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	1,31	1,28	1,81	1,92
% groei j/j	12,4%	-2,5%	41,4%	6,1%
Koerswinst ratio	21,7x	22,3x	15,8x	14,9x
Bruto dividend (EUR)	0,53	0,55	0,76	0,81
% groei j/j	10,4%	3,8%	38,1%	6,1%
Dividendrendement (%)	1,9%	1,9%	2,7%	2,8%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

Sioen heeft een uitgebreid productportfolio dat spinnen, weven, coating, de vervaardiging van kleding en de productie van fijnchemicaliën omvat. Het volledige productieproces zit onder één dak en door de omschakeling die het bedrijf maakte van pure leverancier van componenten naar het aanbieden van totaaloplossingen, heeft Sioen de ambitie om marktleider in technisch textiel en technische kledij te worden.

Triggers en risks



1. Goed gediversifieerde productenportefeuille
2. Verlaging van de bedrijfsbelasting
3. Technische expertise en een aanhoudende focus op innovatie vertalen zich in een verbeterd prijszettingsvermogen
4. Marktleiderschap in zowel coating als beschermende kleding
5. Verticale en horizontale integratie zorgen voor een duurzaam concurrentievermogen
6. Goede operationele cashconversie



1. Stijging van de grondstoffenprijzen (PVC, polyester enz.)
2. Conjunctuurgevoelig
3. Landenrisico in Azië, met o.a. fabrieken in Myanmar en Indonesië
4. Afhankelijkheid van weersomstandigheden, waardoor bijv. een strenge winter grote bouwprojecten zou kunnen vertragen
5. Stroomuitval op grote schaal

Vooruitzichten



- Sioen verwacht dat de onderliggende trend van de eerste helft van 2017, behalve bij geopolitieke aardverschuivingen, zal doorzetten in de tweede helft van het jaar. In het tweede halfjaar van 2017 zal Sioen de nadruk blijven leggen op 1) verdere integratie van de overgenomen bedrijven, 2) een minder sterk effect van de gestegen grondstoffenprijzen en 3) het begin van capaciteitsuitbreidingsprojecten in Italië en België.

Investment case

Vanwege 1) een stijging van de overheids- en particuliere consumptie, 2) een soepele integratie van overgenomen bedrijven, 3) een sterke winstgroei (+12% CAGR 2017-2020), en 4) hoge operationele cashconversie beschouwen we Sioen als een van onze favoriete aandelen. Het bedrijf heeft gezonde ambities om zijn activiteiten verder uit te breiden, enerzijds op organische manier, anderzijds door fusies en overnames. Zo bouwt het stelselmatig zijn voorsprong op in Europa (en daarbuiten) in het segment van technisch textiel en technische kleding. In het universum van Belgische Small Caps is Sioen een van de sterkste bedrijven wat betreft het genereren van vrije kasstroom. Het noteert aan een genormaliseerd vrije kasstroomrendement van 9%.

13. Sipef



Advies	KOPEN			
Naam analist	Alan Vandenberghe			
ISIN code	BE0003898187			
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	4,51	13,43	6,00	6,89
% groei j/j	50,0%	197,8%	-55,3%	14,8%
Koerswinst ratio	16,1x	5,4x	12,1x	10,6x
Bruto dividend (EUR)	1,25	1,25	1,45	1,65
% groei j/j	127,3%	0,0%	16,0%	13,8%
Dividendrendement (%)	2,0%	2,0%	2,3%	2,7%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

SIPEF is een vooraanstaand agro-industrieel concern dat gericht is op de productie van palmolie (82% van de brutowinst), rubber (10%), thee en bananen in Indonesië, Papoea-Nieuw-Guinea en Ivoorkust. De onderneming heeft in de meeste gevallen een meerderheidsbelang in de bedrijven voor tropische plantages die zij beheert. Palmolie wordt niet alleen gebruikt als olie om te koken, maar ook als grondstof voor voedselproducten, cosmetica, detergents en biodiesel.

Triggers en risks



1. Verbeterende (palm-)olieprijzen
2. De invoering van subsidie op biodiesel in Indonesië
3. Meerwaarde door overnames van ondernemingen in moeilijkheden
4. Afstoten van activa die niet tot de kernactiviteit behoren



1. Stagnerende vraag
2. Kostprijsinflatie
3. Ongunstige wisselkoersschommelingen
4. Sectorbrede overproductie
5. Dalende olieprijs
6. Klimaat waarin prijszetting wordt bepaald door aanvulling van de voorraden

Vooruitzichten



- Tot dusver vertoont Sipef in het 4e kwartaal van 2017 iets lagere productie volumes dan in hetzelfde kwartaal van 2016. Daarom verwacht het dat de productiepiek van het 4e kwartaal van 2016 niet volledig zal worden geëvenaard. Niettemin verwacht het voor 2017 meer dan 10% groei.
- Sipef heeft 95% van zijn verwachte productie verkocht voor gemiddeld USD 755/ton (inclusief premies). Sipef is ervan overtuigd dat de prijzen de rest van het jaar en op zijn minst de eerste helft van 2018 stabiel zullen blijven.

Investment case

Sipef schakelt een versnelling hoger: na een reeks betrekkelijk rustige jaren heeft het twee grote overnames gedaan. De timing lijkt ons geen toeval, want de sector staat op de rand van een heropleving. Ondanks de (verwaterende) invloed van een kapitaalverhoging vinden we dat Sipef nog steeds met een te grote discount ten opzichte van zijn sectorgenoten wordt verhandeld. Gezien de kwaliteit van het bestuur en de aantrekkelijke waardering, blijven wij de risico/rendementsverhouding als zeer aantrekkelijk beschouwen. "Kopen"-advies bevestigd.

14. UCB				
	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	64,19 EUR
	Naam analist	Sandra Cauwenberghs, PhD	Koersdoel	75 EUR
	ISIN code	BE0003739530	Opwaarts potentieel	16,8%
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	2,88	3,41	4,33	4,86
% groei j/j	-11,4%	18,3%	27,2%	12,1%
Koerswinst ratio	22,3x	18,8x	14,8x	13,2x
Bruto dividend (EUR)	1,15	1,17	1,20	1,22
% groei j/j	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Dividendrendement (%)	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

UCB werd opgericht in 1928. Het bedrijf is actief in ca. 40 landen en telt meer dan 7 500 medewerkers. Het is een wereldwijd biofarmabedrijf, gespecialiseerd in twee therapeutische domeinen: het centraal zenuwstelsel en immunologie, met uitbreiding naar beenderziekten.

Triggers en risks



- 1H18: Rozanolixizumab/UCB7665 fase IIa data voor idiopathische trombocytopenie en Bimekizumab fase IIb data voor psoriatische artritis
2. Mid 2018: Bimekizumab fase IIb data voor Spondylitis Ankylosans
3. 2H18: FDA-beslissing over Romo en Dapirolizumab pegol fase IIb data voor systemische lupus erythematosus
4. 2H18 Rozanolixizumab/UCB7665 fase IIa data voor myasthenia gravis



1. Negatieve FDA-uitspraak voor Romosozumab door bezorgdheid over cardiovasculaire veiligheid
2. Waardering hangt deels samen met toekomstig potentieel van producten in ontwikkeling
3. Groei van Keppra en Neupro is in de EU stilgevallen
4. Cimzia krijgt de komende jaren wellicht te maken met prijsdruk door bijkomende concurrentie (van biosimilaire geneesmiddelen)

Vooruitzichten



1. Boekjaar 2017 verwachte omzet van ongeveer 4,4 - 4,5 mld. euro, stijging REBITDA tot 1,25 - 1,35 mld. euro en kern-WPA van 4,10 - 4,50 euro
2. 4e kwartaal 2017 Bimekizumab start fase III voor psoriasis
3. 4e kwartaal 2017 Seletalisib fase IIa resultaten voor syndroom van Sjögren
4. 1e helft 2018 Rozanolixizumab/UCB7665 fase IIa resultaten voor ITP
5. 1e helft 2018 Bimekizumab fase IIb resultaten voor psoriatische artritis
6. 1e helft 2018 Radiprodil/UCB3491 fase Ib resultaten voor epilepsie bij kinderen

Investment case

UCB zet een goede groei neer dankzij zijn kernproducten Cimzia (reuma, ziekte van Crohn), Cimpat (epilepsie), Neupro (Parkinson, RLS) en Keppra (epilepsie). Briviact (epilepsie) werd op de markt gebracht in 2016. De goedkeuring in de VS van Evenity (Romosozumab) (osteoporose) fase III is met een jaar uitgesteld. Veelbelovende pijplijn, maar momenteel geen andere geneesmiddelen die binnenkort op de markt worden gebracht. Onze DCF-waardering wijst op een koersdoel van 75 euro/aandeel, waardoor een "Opbouwen"-advies gerechtvaardigd is.

15. VGP



Advies	KOPEN			
Huidige koers	60,4 EUR			
Naam analist	Alexander Makar			
Koersdoel	78 EUR			
ISIN code	BE0003878957			
Opwaarts potentieel	29,1%			
	2016A	2017E	2018E	2019E
Winst per aandeel (USD)	4,91	5,89	4,98	4,84
% groei j/j	5,5%	19,9%	-15,5%	-2,7%
Koerswinst ratio	12,3x	10,3x	12,1x	12,5x
Bruto dividend (EUR)	0,00	0,00	1,00	1,15
% groei j/j	-	-	-	15,0%
Dividendrendement (%)	0,0%	0,0%	1,7%	1,9%

Bron: KBC Securities (slotkoersen 11 december 2017)

VGP is een Belgische vastgoedonderneming die gericht is op de ontwikkeling van en belegging in logistiek. VGP ontwikkelt activa voor eigen rekening, maar heeft onlangs ook een joint venture (JV) met Allianz RE opgezet, waardoor het gedeeltelijk kapitaal kan recyclen. De portefeuille (incl. JV) omvat 1.162.000 m² aan logistieke ruimte op industrieterreinen in heel Europa. Bovendien is nog eens 567.000 m² in aanbouw. De volledige portefeuille is verhuurd, met een gewogen gemiddelde verhuurtermijn van 10,2 jaar.

Triggers en risks



1. Expansie naar nieuw Europees land
2. In Europa worden nieuwe projecten gerealiseerd waardoor de productpijplijn van het bedrijf groeit.
3. Een aanzienlijke verlaging van de kosten voor de financiering met vreemd vermogen
4. Verdere compressie van de rendementen in de logistieke sector
5. Vierde grote overname door de joint venture (JV)
6. Expansie van de JV (reikwijdte, duur, omvang)



1. Daling van de inkomsten door vertrek van huurders
2. Waardedaling door stijgende rendementen in de sector
3. Toename van de lopende bouwprojecten voor de eigen portefeuille (60% van 567.000 m² bruto bewoonbare oppervlakte) zal de schulden op korte termijn tijdelijk verhogen.

Vooruitzichten



- Het bestuur zal vanaf 2018 een formele dividendpolitiek initiëren, die geleidelijk aan zal stijgen van 40% tot 60% van de nettowinst.
- We verwachten een vierde grote overname door de JV in de eerste helft van 2018.
- VGP zal zich in 2018, en vervolgens om de twee jaar, in een nieuw Europees land vestigen

Investment case

We initiëren met een “Kopen”-advies en een koersdoel van 78 euro (opwaarts potentieel 36%). We vinden VGP een aantrekkelijke onderneming met een kwaliteitsvolle portefeuille die kasstromen op lange termijn genereert, terwijl de activiteiten van VGP als projectontwikkelaar ook een positieve impact op de waarderingen hebben, evenals de balans met haar langlopende kredietfaciliteiten. Ook gezien de sectorkennis van het bestuur en het feit dat het bedrijf zich richt op een groeiende onderliggende markt, zijn onze vooruitzichten positief.

Disclaimer

Dit rapport is samengesteld door KBC Securities NV, dat wordt gereguleerd door de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten) en de NBB (Nationale Bank van België). Dit rapport wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is niet bedoeld als een aanbieding, of een uitnodiging tot een aanbieding, om de hierin vermelde effecten te kopen of te verkopen. Dit document is niet opgesteld door KBC Securities USA, Inc. Geen enkel deel van deze publicatie mag in welke vorm dan ook gereproduceerd worden zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van KBC Securities.

De informatie en de meningen in dit rapport zijn gebaseerd op betrouwbaar geachte bronnen. Niettemin staan noch KBC Securities, noch zijn filialen in voor hun juistheid en volledigheid en derhalve mogen ze niet als zodanig geïnterpreteerd worden. Alle meningen, voorspellingen en schattingen uit dit rapport geven ons oordeel op de datum van publicatie weer en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd.

Van tijd tot tijd kunnen KBC Securities, zijn directieleden of medewerkers posities in de hierin vermelde effecten aanhouden en opties, warrants of hieraan – of aan ander effecten van dergelijke emittenten – verbonden rechten in hun bezit hebben en als marketmaker optreden, of anderszins een belangrijke rol spelen bij transacties in deze effecten. Elk van deze personen kan voorafgaand aan deze publicatie voor eigen rekening bepaalde hierin vermelde effecten hebben gekocht. KBC Securities en zijn directieleden of medewerkers kunnen van tijd tot tijd investmentbanking- of adviesdiensten verstrekken aan of als bestuurder optreden van een in dit rapport vermeld bedrijf.

Dit rapport wordt uitsluitend ter informatie verstrekt en is bedoeld voor beleggers die worden geacht zelfstandig een beleggingsbesluit te nemen, zonder een bovenmatig vertrouwen in dit rapport te stellen. Dit rapport beantwoordt aan de definitie van onderzoek op beleggingsgebied volgens de vereisten om de objectiviteit en onafhankelijkheid van financieel analisten te garanderen, en mag niet worden beschouwd als persoonlijk beleggingsadvies. Beleggers moeten op grond van de voordelen en risico's van de beleggingen, hun eigen beleggingsstrategie en hun juridische, fiscale en financiële positie, zelf vaststellen of de in dit rapport vermelde effecten een geschikte belegging voor hen zijn. In het verleden behaald rendement is geen garantie voor toekomstige resultaten. Geen enkele entiteit of medewerker van KBC Securities kan op grond van dit rapport voor een beleggingsbeslissing verantwoordelijk worden gehouden.

Om ongewenste verspreiding van interne en vertrouwelijke informatie te voorkomen, heeft KBC Securities een aantal interne procedures ingevoerd die bekend staan als 'Chinese muren'. De dienst corporate finance van KBC Securities is omgeven door zo'n Chinese Muur. Er zijn ook maatregelen genomen om bepaalde activiteiten die tot belangenconflicten met andere activiteiten van KBC Securities zouden kunnen leiden, van elkaar te scheiden, en om de objectiviteit en onafhankelijk van onderzoek op beleggingsgebied te verzekeren [zoals afzonderlijk toezicht en aparte rapporteringslijnen, de beperking van persoonlijke transacties van financieel analisten, het verbod om voordelen te aanvaarden, enz.].

KBC Securities maakt deel uit van de internationale KBC-groep. Daarom kan niet a priori worden uitgesloten dat een andere entiteit van de KBC-groep een belang of belangenconflict heeft met betrekking tot de emittent waar dit rapport over gaat. KBC Securities heeft evenwel al het redelijke gedaan om te verzekeren dat die omstandigheden geen afbreuk doen aan de objectiviteit van de aanbeveling. Daarom is het onderzoek op beleggingsgebied van KBC Securities gescheiden van de activiteiten van de andere KBC-groepsentiteiten. Die scheiding wordt onder meer gerealiseerd door de activiteiten onder te brengen in verschillende juridische entiteiten met passende rapporteringslijnen en adequate informatiebarrières. Als de analist die het rapport opstelt niettemin kennis zou hebben genomen van een dergelijk belang of belangenconflict, dan is die informatie openbaar gemaakt.

In de Verenigde Staten wordt dit rapport door KBC Securities USA, Inc., dat de verantwoordelijkheid draagt voor de inhoud ervan, verstrekt aan 'US-Persons'. Beleggers in de VS mogen orders met betrekking tot de in dit rapport vermelde effecten uitsluitend indienen bij KBC Securities USA, Inc. en niet bij buitenlandse filialen ervan. KBC Securities USA, Inc. en/of zijn filialen kunnen 1% of meer van het gewone aandelenkapitaal van de betreffende bedrijven in hun bezit hebben. KBC Securities USA, Inc. en/of zijn filialen kunnen de voorbije 12 maanden een beursintroductie van het betreffende bedrijf (mede) hebben georganiseerd, of de voorbije 12 maanden vergoedingen van het betreffende bedrijf voor investmentbankingdiensten hebben ontvangen, of de komende drie maanden vergoedingen voor investmentbankingdiensten van het betreffende bedrijf verwachten of beogen. In de VS gevestigde ontvangers van dit rapport, uitgezonderd banken en effectenmakelaars, die meer informatie wensen te ontvangen over de in dit rapport besproken effecten, transacties willen uitvoeren of orders willen plaatsen, moeten contact opnemen met KBC Securities USA, Inc. In de Verenigde Staten wordt dit rapport uitsluitend verstrekt aan beleggers die (i) "belangrijke Amerikaanse institutionele beleggers" zijn [zoals bedoeld in de SEC-regel 15a-6 en de hieraan verbonden toepasselijke interpretaties] en tevens "gekwalficeerde institutionele kopers" ("qualified institutional buyers", QIB) zoals bedoeld in de SEC-regel 144A, afgekondigd door de United States Securities and Exchange Commission overeenkomstig de Securities Act van 1933, zoals gewijzigd (de "Securities Act") of (ii) geen "U.S. Person" zijn, zoals bedoeld in de Regulation S van de Securities Act en de hieraan verbonden toepasselijke interpretaties. Krachtens regel 144A kunnen bepaalde effecten in de Verenigde Staten aan QIB's (gekwalficeerde institutionele kopers) worden aangeboden of verkocht. Tot die categorie zouden o.a. effecten kunnen worden gerekend die buiten de Verenigde Staten worden aangeboden en verkocht bij transacties met de bedoeling een registratie krachtens de Regulation S te omzeilen. Dit rapport is in geen enkel opzicht een aanbieding van of een poging om interesse op te wekken voor effecten die overeenkomstig Regulation S aangeboden of verkocht worden. Dergelijke effecten mogen momenteel niet aan U.S. Persons aangeboden of verkocht worden en mogen alleen aan US Persons worden doorverkocht als de betreffende effecten onder de Securities Act van 1933, zoals gewijzigd, en de toepasselijke wetgeving van de afzonderlijke staten zijn geregistreerd, dan wel op grond van een registratievrijstelling. De door KBC Securities USA, Inc. of zijn filialen, met inbegrip van KBC Securities, verkochte producten worden niet verzekerd door de FDIC, zijn geen schulden of afgegeven garanties van KBC Bank NV of zijn filialen, en zijn blootgesteld aan beleggingsrisico's, waaronder de mogelijkheid het volledige belegde kapitaal te verliezen.

Dit rapport is alleen bedoeld voor verspreiding in of vanuit het Verenigd Koninkrijk aan bevoegde personen of personen die zijn vrijgesteld zoals bedoeld in de Financial Services and Markets Act 2000 van het Verenigd Koninkrijk en alle besluiten die op grond daarvan zijn genomen, dan wel beleggingsdeskundigen in de zin van artikel 19 van de Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 en is niet bedoeld om te worden verspreid of doorgegeven, direct of indirect, aan andere categorieën van personen.

In Canada mag dit rapport alleen worden verstrekt aan pensioenfondsen, collectieve beleggingsfondsen, banken, vermogensbeheerders en verzekeringsmaatschappijen.

De verspreiding van dit rapport in andere rechtsgebieden kan aan wettelijke beperkingen onderhevig zijn. Personen die dit rapport in handen krijgen moeten zich informeren over dergelijke beperkingen en deze in acht te nemen. In het bijzonder mag dit rapport niet worden verzonden naar Japan of, direct of indirect, verspreid in Japan of naar personen die daar wonen.

De meest recente specifieke disclaimer voor elk van de individuele aandelen kunt u raadplegen op <https://www.kbcsecurities.com/disclosures>