

# 'Reageren op kortetermijnhindernissen Maar als beleggingsstrategie is het wa

## De maand van Marc Eeckhout

Strateeg en vastgoedanalist van BNP Paribas Fortis Private Banking

**VFB** Wat is volgens u de belangrijkste evolutie van de voorbije maand?

**MARC EECKHOUT** De wolken boven Europa drijven stilaan weg. Het economisch herstel zet zich door en wordt steeds breder gedragen binnen de eurozone. Diverse economische cijfers kwamen recent boven de verwachtingen uit. Bedrijven rapporteren beter dan verwachte bedrijfsresultaten en trekken globaal hun winstvooruitzichten op. Ondanks een drukke en beladen politieke agenda zit het ondernemers- en consumentenvertrouwen op hoge, jaren niet meer geziene, niveaus. Dat belooft meer investeringen en aantrekkelijke economische groei.

Ondertussen blijft er nog steeds de steun vanuit de Europese Centrale Bank die de volgende kwartalen voor monetaire ondersteuning blijft zorgen. Toch hebben aandelenbeleggers op dit moment de weg naar de aantrekkelijk gewaardeerde Europese aandelen nog niet helemaal teruggevonden. Maar het overwinnen van politieke hindernissen en een verder economische herstel kan het tij definitief doen keren.

Aandelen uit groeielanden hebben hun sterke start van het jaar ook in februari kunnen doortrekken. Angst rond een negatieve impact van protectionisme vanuit Amerika en afkalvende economische groei neemt af. Na de stevige sprint van de voorbije maanden lijken de groeielanden echter technisch overkocht.

**VFB** Heeft dat uw visie op de verder te verwachten marktevolutie veranderd?

**MARC EECKHOUT** We zijn tevreden met de marktevolutie. De economische ontwikkelingen in de Eurozone komen de richting uit van de investeringsstrategie bij BNP Paribas Fortis. We zijn al enige tijd positief gestemd op Europese aandelen en hun herstelpotentieel tegenover andere beurzen.

Sinds de tweede helft van 2016 hebben er zich fundamentele veranderingen voorgedaan op de financiële markten. Rentetarieven hebben de neerwaartse spiraal doorbroken en sporen op een bescheiden manier hoger. De 35-jarige obligatiestierenmarkt is niet meer. Dat maakt dat obligatiebeleggers voor een enorme uitdaging staan. Hogere rentetarieven kunnen leiden tot waardeverlies van obligaties waardoor het belangrijk is om de looptijd van het obligatiegedeelte te beperken en diversificatie in bedrijfsobligaties na te streven.

De reflatiegolf waarbij de wereldeconomie sneller groeit, inflatie toeneemt en de rente stijgt, plaatst cyclische sectoren (energie- en financiële sector) en waarde aandelen op de voorgrond.



"Aandelenbeleggers hebben de weg naar Europese aandelen nog niet helemaal teruggevonden."

# en is menselijk. waardeloos.'

Goud zorgt voor een optimale diversificatie binnen een portefeuille. Het bewijst in tijden van oplopende onrust zijn status van veilige haven en biedt een goede bescherming tegen inflatie.

**VFB** *Wat zijn volgens 'de markt' de sleutelfactoren? Is dit ook uw focus?*

**MARC EECKHOUT** De grootste risico's voor 'de markt' zijn vandaag politiek getint. Bovenaan staan de verkiezingen in een aantal Europese lidstaten (Nederland, Frankrijk, Duitsland en Italië). Daarnaast blijft ook een mogelijke handelsoorlog in de hoofden van beleggers spelen.

"Met een vergelijkbare omzetgroei van 2,2% heeft Food Lion de concurrentie van Wal Mart afgeschud."

Dat kan tijdelijk op de financiële markten wegen maar per saldo bepalen de macro- en micro-economie de koersen. Het is een menselijke reactie om te focussen op kortetermijnhindernissen. Maar een die geen geld oplevert. Als beleggingsstrategie is dat waardeloos. We moeten niet verder terug dan vorig jaar om te aan te tonen dat die reacties beperkt blijven en vooral niet blijven duren. Uitgesproken bewegingen bieden opportuniteiten voor alerte beleggers.

**VFB** *Hoe is uw inschatting van het beleggerssentiment?*

**MARC EECKHOUT** Na een groeiend optimisme bij bedrijven en consumenten zien we ook het beleggerssentiment herstellen. Afgaande op het aanzienlijk deel cash dat aan de zijlijn staat blijft er echter een gedeelte van het beleggerspubliek dat de stap naar aandelen niet aandurft. Nochtans zullen beleggers, die op zoek zijn naar reguliere inkomsten, nog een tijdje genoodzaakt zijn om een deel van hun tegoeden in aandelen te investeren. De rente zien we nog enige tijd op lage niveaus blijven hangen.

**VFB** *Wat zijn vandaag uw favoriete aandelen?*

**MARC EECKHOUT** De selectie gebeurde door de analisten Marc Eeckhout, Patrick Casselman, Xavier Timmermans, Rudy De Groodt, Alain Gerard en Sandra Vandermissen.

## KBC Ancora

KBC BLIJFT EEN VAN de meest solide bankiers in Europa op gebied van winstgevendheid, kapitaalsterkte en liquiditeits-

positie met daarbij een sterk gekapitaliseerde verzekeringspoot. Bovendien verwachten we de komende jaren een toenemend dividendrendement van 5 à 6%. De traditioneel voorzichtige prognose van het management voor het lopende jaar in combinatie met een conservatief dividend in afwachting van de finalisering van Bazel 4 en een mogelijke hogere managementbuffer veranderen onze investment case niet. De stijging van de rente sinds medio 2016 werd nog versterkt door verwachte reflatie na de Trump-overwinning. Dat is positief nieuws voor de rentemarges. Wat goed is voor KBC, is uiteraard ook goed nieuws voor mono holding KBC Ancora, met 18,6% de grootste aandeelhouder van KBC. De holding noteert nog steeds met een vrij hoge holdingdiscount van 25% tegenover de intrinsieke waarde. Met een afnemende risico-aversie en terugkeer naar hoge dividenduitkeringen, zien we die onderwaardering geleidelijk aan afnemen.

## Ahold Delhaize

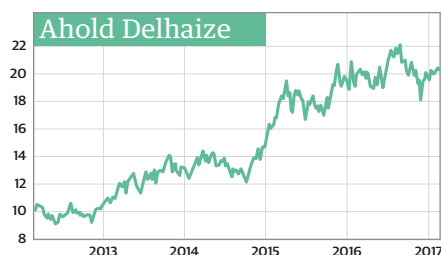
DIT BLIJFT EEN GOED idee binnen de defensieve aandelen en we raden het aandeel ook aan in het 'terugkeer naar inflatie'- thema. De voedingsdeflatie in de VS is aan verminderen en de jongste PPI cijfers in de VS duiden op een aanhoudend geleidelijk herstel. De VS maakt 63% uit van de omzet. De vierde kwartaalomzetcijfers waren meer dan bemoedigend. Met een vergelijkbare omzetgroei van 2,2% heeft Food Lion de concurrentie van Wal Mart afgeschud. In Nederland, 21% van de omzet, waren de omzetcijfers uitmuntend. De omzet steeg er met maar liefst 6,6%, gedragen door de e-commerce activiteiten en sterke verkopen in de winkels. België was teleurstellend (vergelijkbare verkopen -0,9%), maar België telt slechts voor 8% van de omzet en we hopen dat Nederland meer en meer het voorbeeld zal worden naarmate de fusie geïmplementeerd wordt. Ook is er goed nieuws voor de resultaten want de groepscashflow zou mogelijk licht boven de 1,3

"Op onze zoektocht naar interessante achterblijvers komen we zo uit bij de Nederlandse bodemonderzoeker Fugro."

miljard euro uitkomen. De komende jaren zal ook de synergie van de fusie voor extra winstgroei zorgen. Het dividendrendement bedraagt meer dan 3% en de groep zal in 2017 1 miljard euro aan aandelen inkopen (4% van de marktkapitalisatie). De waardering blijft aantrekkelijk en houdt geen rekening met de marktwaarde van de e-commerce activiteiten. De K/W voor 2017 bedraagt 14x (voor een groei van de winst per aandeel van 13%) en het aangepast FCF-rendement 7,5%. De e-commerce activiteiten, vandaag goed voor 3,2% van de omzet, groeien aan 20% per jaar, en hebben ons inzien een marktwaarde van minstens 5 miljard euro (20% van de beurskapitalisatie). Ons koersdoel bedraagt 23,5 euro.

## Proximus

DE BELGISCHE TELECOMGROOTHEID GAAT de komende 10 jaar 3 miljard euro extra investeren in supersnel internet door het



glasvezelnetwerk niet alleen tot de verdeelpunten, maar ook tot in de huizen te brengen, met focus op de grote steden en bedrijven. Binnen 10 à 15 jaar zou 85% van de bedrijven en 50% van de gezinnen rechtstreeks met het glasvezelnetwerk geconnecteerd moeten zijn. Het totale jaarlijkse investeringsbudget verhoogt hierdoor verder van 950 miljoen naar 1 miljard voor de komende 3 jaar. Mede dankzij de sterke balans kan Proximus zijn dividend toch stabiel houden op 1,5 euro bruto voor de volgende 3 jaren.

In het derde kwartaal overtrof Proximus de verwachtingen. De bedrijfswinst steeg met 4,7% dankzij een gunstig commercieel momentum (aanwinst nieuwe klanten voor digitale tv, internet en mobiel) en succesvolle kostenbesparingen. De verwachting voor het volledige jaar 2016 wordt opgetrokken tot een 3 à 4% hogere bedrijfskasstroom. Terwijl de inkomsten vrij stabiel zullen blijven (o.a. door intense concurrentie van Telenet en Orange), is er de komende jaren wel winstgroei potentieel uit kostenbesparingen en lagere belastingen (sociale bijdragen, eventueel vennootschapsbelasting). Zo zullen de komende 5 jaar zo'n 1855 oudere statutaire werknemers vervroegd met pensioen vertrek-

ken. Na een langdurige koersdaling van een piek van 36 euro in februari 2015 tot recente dieptepunten van 25 à 26 euro, lijkt het aandeel stilaan uit te bodemen. De huidige waardering is bijzonder aantrekkelijk (K/W: 15; EV/EBITDA: 6; FCF-rendement: 7%, dividendrendement: 6% bruto).



## Fugro

OP ONZE ZOEKTOCHT NAAR nog interessante, achtergebleven energieaandelen komen we terecht bij de Nederlandse bodemonderzoeker Fugro. Na de recente koersdruk door de exitstrategie van Boskalis en met marktherstel in zicht hebben

we recent het advies opgetrokken van houden naar kopen met een licht verhoogd koersdoel van 18 euro. Ondanks aanhoudend moeilijke marktomstandigheden binnen de olie- en gasmarkt het voorbije jaar, maar met hoop op beterschap, konden de olieproducenten (majors) en in hun zog de oliedienstenleveranciers een verrassend sterke beursprestatie in 2016 neerzetten (tweede best presterende sector in Europa). Belangrijkste triggers hierbij waren de verdubbeling van de olieprijs sinds het laagtepunt van februari 2016, het recente productieverminderingssakkoord tussen de

Stem cells are **full of possibilities**  
We make them a **reality**

**Working hard to turn hope into reality**

**TiGenix** is an advanced biopharmaceutical company focused on developing and commercialising novel therapeutics from its proprietary platforms of allogeneic, or donor-derived, expanded stem cells

**TIGENIX**  
Living Medicines

[www.tigenix.com](http://www.tigenix.com)

Opec en een aantal niet-Opec leden waarbij een evenwicht tussen vraag en aanbod mogelijk sneller dan verwacht in de loop van 2017 kan plaatsvinden en tenslotte een verhoogde projectinteresse in het licht van dit verwacht marktherstel.

*"Als Bois Sauvage uit Recticel stapt, kan het bedrijf mogelijk een nieuwe meer actieve hoofdaandeelhouder krijgen. Zoals Luc Tack bij Tessenderlo. Die kan extra aandelen bijkopen of een volledig uitkoopbod lanceren."*

Momenteel hebben we een positieve visie voor de energiesector. Nu echter de meeste van onze favoriete energieaandelen (Total, Royal Dutch en SBM Offshore) snel naar hun recent verhoogde koersdoelen evolueren, wordt het almaar moeilijker om binnen de sector nog koopwaardige aandelen te vinden. Op onze zoektocht naar interessante achterblijvers komen we zo uit bij de Nederlandse bodemonderzoeker Fugro. Hoewel Fugro net zoals zijn sectorgenoten operationeel een erg zwaar 2016 achter de rug heeft, bleef het in tegenstelling tot de sector wel versterkt van een forse herstelbeweging tijdens vooral de tweede jaarhalf (Fugro's koersprestatie over 2016 bedraagt -3,4%). Hoofdoorzaak voor deze koersdruk is de mislukte overnamepoging door Boskalis die in december de handdoek in de ring heeft gegooid. Dit via een versnelde afbouw van zijn Fugro-participatie van initieel bijna 30% tot nog slechts 9,38% aan 14,50 euro per aandeel. Met een verwachte volledige exit na het verstrijken van de lock-up periode van 90 dagen kan hierdoor vanaf maart/april een belangrijke negatieve koerstrigger wegvallen. Mogelijk zal de markt hierop al anticiperen. Niet onbelangrijk hierbij is de impliciete mededeling van de ceo van Boskalis dat Fugro boven de 20 euro wel overneembaar is, maar dat de groep, die zelf in woelig vaarwater verkeert, hiervoor niet de middelen had.

Door volume- en margedruk met nog een lastig vierde kwartaal (publicatie jaarresultaten op 24 februari 2017) was 2016 een erg moeilijk jaar met focus op extra kostenbesparingen, vlootrationalisatie, een efficiëntere bedrijfsstructuur en een versterking van de positie als marktleider. Ondanks moeilijke marktomstandigheden slaagt de groep erin om een positieve cashflow te boeken en de nettoschuld verder te verminderen. Dankzij de herstructurering/versterking van de balans (recent nog via een converteerbare obligatielening van 190 miljoen euro) is bovendien het gevaar op een verwaterende kapitaalverhoging van de baan. Hoewel de eerste jaarhalf van 2017 zich nog moeilijk aandient, hebben we de indruk dat de bodem stilaan in zicht is (degelijke trading update over het laatste derde kwartaal plus stabilisering orderboek) met een verwacht herstel in tweede jaarhalf (gedreven door een herstel van de investeringen binnen de energiemarkt in 2017-2018). Dankzij een relatief korte ordercyclus en een niet onbelangrijk vroeg cyclisch profiel kan de groep die extra zwaar werd getroffen

in de neerwaartse trend mogelijk vlugger herstellen bij een heropleving. Op basis van een aangepaste FCF-yield van 7% en 8,5% voor resp. 2017 en 2018 op nog steeds conservatieve schattingen verhogen we het koersdoel van 17 tot 18 euro. Na de koersdaling als gevolg van de Boskalis-exit hebben we opnieuw voldoende koerspotentieel en verhoogden we daarom het advies van Houden naar Kopen voor deze achterblijver.

## Recticel

EEN MARKTLEIDER IN SCHUIMRUBBER (polyurethaan) met toepassingen in isolatie, bedden, meubelindustrie en auto-interieur. Via een kapitaalverhoging in 2014 werd komaf gemaakt met de problemen uit het verleden (te hoge schuldgraad door onrendabele investeringen in de autodivisie en een kartelboete). Na enkele moeilijke jaren zitten omzet en winst sinds 2015 opnieuw stevig in de lift, dankzij het economisch herstel, structurele groei in isolatie (door strenger wordende isolatienormen)

en het succes van innovatieve producten zoals de Geltex-matrassen. In het eerste halfjaar van 2016 realiseerde Recticel een forser dan verwacht winstherstel (+44%), dankzij aantrekkende volumes (+8%), succesvolle kostenbesparingen en de lagere grondstofprijzen. Na reeds een mooie winstmargeverbetering in de divisie 'flexibel schuim' (dankzij rationalisering van het productieproces en delocalisatie van de fabrieken), is er nog potentieel in de matrassen-divisie. Het blijft nog steeds de bedoeling om de autodivisie te verkopen, maar vermoedelijk pas eind 2017 na het operationeel worden van de nieuwe contracten. De recente brand in de Tsjechische fabriek kan mogelijk wel wat vertraging brengen.

Dit zou kapitaal vrijmaken om te investeren in de meer rendabele isolatiedivisie. Tegenover een behoorlijke verwachte winstgroei de komende jaren, noteert het aandeel nog relatief goedkoop (K/W 2017: 12, EV/EBITDA: 5, FCF-yield: 7,3%). Vermits hoofdaandeelhouder Bois Sauvage een exitgelegenheid zoekt, is het niet uitgesloten dat Recticel weldra een nieuwe (meer actieve) hoofdaandeelhouder krijgt (zoals Luc Tack bij Tessenderlo of Charles Baudoin bij Barco), die mogelijk aandelen bijkoopt in de markt of een volledig uitkoopbod lanceert.



**Jan Reyns**  
Journalist

INTERVIEW 23 FEBRUARI 2017