

Hold

Koers (12/03/2025)	EUR 30.00
Koersdoel (van Under Review)	EUR 30.00
Aantal uitstaande aandelen (m)	14.5
Market cap (m)	EUR 434m
Vrij verhandelbaar	96.0%
Rabobank	4.0%

Bedrijfsprofiel

Triodos Bank is een middelgrote Nederlandse bank die toonaangevend is op het gebied van duurzame financiering. Het heeft activiteiten in bankieren en vermogensbeheer in Nederland, België, Duitsland, Spanje en het Verenigd Koninkrijk.

Analist:

Michael Roeg
Senior Equity Analyst
+31 20 573 5422
m.roeg@degroofpetercam.com

Triodos Bank

Cijfers 2024 in lijn, afkoeling in het vooruitzicht

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is opgesteld in opdracht van en betaald door Triodos Bank en is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke voorschriften die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en is evenmin onderworpen aan enig verbod op handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

H2-24 resultaten grotendeels in lijn met verwachtingen

- Exhibit 1 op de volgende pagina toont de belangrijkste cijfers.
- In H2-24 was het totale inkomen van EUR 229m slechts EUR 1m onder onze schatting. De netto rente-inkomsten bleven EUR 4m achter bij onze schattingen, en de netto commissie-inkomsten overtroffen onze schattingen met EUR 3m.
- De winstgevendheid werd sterk gedrukt door een voorziening van EUR 101m vóór belastingen met betrekking tot verwachte kosten voor een schikking met certificaathouders (EUR 75m netto). Dit was al aangekondigd in januari 2025. Destijds gaf het management aan dat dit zou resulteren in een financieel resultaat in FY24 dat dicht bij break-even zou liggen.
- De onderstaande cijfers zijn exclusief de voorziening van EUR 101m en exclusief onze schatting van EUR 8m voor uitzonderlijke kosten (juridische diensten en herstructurering).
- De operationele kosten van EUR 164m waren EUR 3m lager dan verwacht. De C/I-ratio was 71,8% (onze schatting 72,4%) vs. 72,1% van H1-24.
- De winst vóór kredietvoorzieningen bedroeg EUR 64m, wat in lijn was met onze verwachtingen, net als de kredietvoorzieningen van EUR 6m, en net als de aangepaste nettowinst EUR 42m.
- Op jaareinde 2024 was de CET-1-ratio 16,4% (JE23: 16,7%). De leverage ratio was 6,7% (JE23: 6,9%).
- Er zal geen slotdividend zijn, zoals reeds aangekondigd in januari 2025.

Vooruitzichten impliceren druk op de winst in 2025

- Het management gaf geen gekwantificeerde vooruitzichten voor FY25.
- De tekst in het persbericht suggereert dat de winstgevendheid onder druk kan staan: "Vooruitkijkend naar het jaar 2025, verwachten we verdere matiging van de rentetarieven, wat zal leiden tot een lagere netto rentemarge. Verder verwachten we hogere kosten in verband met looninflatie, de notering van onze certificaten op Euronext en de implementatie van het schikkingsaanbod".

EUR m	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Totale inkomsten	341.9	375.3	466.3	463.1	449.8	447.0	444.0
Winst voor voorz.	66.7	75.2	127.3	11.9	91.2	80.8	69.9
Winst voor belast.	67.2	67.1	106.0	0.2	81.2	70.8	59.9
Aangep. nettowinst	50.8	64.5	90.1	78.8	69.5	59.7	51.7
Aangep. WPA EUR)	3.56	4.54	6.34	5.55	4.90	4.20	3.64
Dividend p/a (EUR)	1.80	3.12	4.07	1.27	2.09	1.82	1.54
K/B ratio	80.5%	80.0%	72.7%	97.4%	79.7%	81.9%	84.3%
Aangepaste. ROE	4.1%	5.1%	7.1%	6.3%	5.5%	4.6%	3.9%
CET-1 ratio	17.5%	17.3%	16.7%	16.4%	16.6%	16.5%	16.3%

Bron: Triodos Bank/Degroof Petercam schattingen

Exhibit 1 H2-24 resultaten (EUR m)

	H1 23	H2 23	H1 24	H2 24e	ACTUAL	vs. DP	y/y
Netto rentebaten	176	180	177	170	170	-0%	-5%
Provisie inkomsten	56	56	56	59	59	-0%	6%
Overige inkomsten	-2	0	0	-1	0		
Totale inkomsten	231	236	234	229	229	0%	-3%
j/j	32%	17%	2%	-3%	-3%		
Operationele kosten	169	170	178	273	273	-0%	61%
K/B ratio	73.1%	72.3%	75.9%	119.5%	119.5%		
Voorziening schikken	0	0	0	-101	-101		
Winst voor voorzieningen	62	65	57	-45	-45	-0%	-168%
%	26.9%	27.7%	24.1%	-19.5%	-19.5%		
Voorzieningen	-13	-9	-6	-6	-6	-1%	-32%
Winst voor belastingen	49	57	51	-51	-50	-0%	-189%
Belastingen	-14	-15	-15	11	11	-1%	-176%
Belastingdruk	28.6%	26.0%	28.7%	22.5%	22.3%		
Nettowinst	35	42	36	-39	-39	0%	-193%
Buitengewone kosten	-10	-6	-9	-106	-109	0%	0%
Aangepaste operationele kosten	158	165	169	167	164	-2%	-0%
Aangepaste K/B ratio	68.7%	69.9%	72.1%	73.1%	71.8%	0%	0%
Aangepaste winst voor voorzieningen	72	71	65	62	64	5%	-9%
Aangepaste winst voor belastingen	60	62	60	56	59	5%	-6%
Aangepaste nettowinst	43	46	42	43	42	-3%	-9%
CET-1 ratio	17.2%	16.7%	17.1%	0.0%	16.4%	0%	0%
Leverage ratio	7.0%	6.9%	7.1%	0.0%	6.7%	0%	0%

Bron: Triodos, Degroof Petercam

WPA-ramingen bijgesteld voor 2025 en daarna, nieuw koersdoel EUR 30

In 2024 behaalde Triodos een solide winst, maar deze was lager op jaarbasis vanwege een combinatie van een vertraging van de groei in inkomsten als gevolg van een afkoelende renteomgeving en een stijging van de bedrijfskosten als gevolg van looninflatie en aanhoudende kosten voor rechtsbijstand. De gezonde winstgevendheid werd echter gedrukt door de eerder genoemde voorziening van EUR 101m voor de verwachte kosten van een schikking met certificaathouders. Deze voorziening kan wellicht een deel van de juridische kosten verlagen, maar niet alle kosten omdat wij het waarschijnlijk achten dat bepaalde groepen certificaathouders hun juridische procedures zullen voortzetten.

Na twee jaar van gezonde rentetarieven koelen de vooruitzichten af omdat de ECB de depositorente in een snel tempo heeft verlaagd. Dit zou een negatieve impact moeten hebben op de netto rente-inkomsten, zoals ook wordt gesuggereerd in het persbericht. De ECB-depositorente bedraagt momenteel 2,50%, met een jaargemiddelde tot nu toe van 2,83%. In 2024 was het gemiddeld 3,72% (H1-24: 3,97%, H2-24: 3,48%). Bovendien blijft de looninflatie aanhouden, en dus zou de winst onder druk moeten staan door de combinatie van neerwaartse druk op de inkomsten en opwaartse druk op de kosten. Als reactie hierop hebben we onze ramingen voor 2025 en daarna verlaagd.

Op basis van onze nieuwe ramingen hebben we ons koersdoel vastgesteld op EUR 30 (van Under Review, daarvoor EUR 35). Onze koersdoel is gebaseerd op een korting van 35% op de K/W verhouding van de drie Benelux-peers (ABN, ING, KBC). De korting bedraagt gemiddeld 37% sinds het Triodos certificaat begon met handelen op het Captin-platform in juli 2023. Wij verklaren deze korting toe aan een smallcap-effect, een hogere K/B-ratio en een lager rendement op eigen vermogen (ROE) dan de drie peers, en de huidige onzekerheid met betrekking tot de afwikkeling van de verschillende juridische procedures. We handhaven onze neutrale positie met een Hold-rating.

Resultatenrekening (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Netto rentebaten	221.5	253.1	356.2	347.7	333.2	328.1	322.7
Netto provisie- en provisie-inkomsten	116.1	120.9	112.3	115.4	116.6	118.9	121.3
Overige inkomsten	4.4	0.7	-2.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Totale inkomsten	341.9	375.3	466.3	463.1	449.8	447.0	444.0
Groei j-o-j	+12.1%	+9.8%	+24.3%	-0.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%
Kosten/inkomsten ratio	80.5%	80.0%	72.7%	97.4%	79.7%	81.9%	84.3%
Bedrijfskosten	-275.2	-300.1	-339.0	-451.2	-358.5	-366.2	-374.1
Personeelskosten	-149.9	-166.8	-183.2	-198.7	-206.5	-211.7	-217.0
Administratieve kosten	-98.8	-111.4	-129.9	-226.3	-127.0	-129.6	-132.1
Afschrijving	-12.1	-8.1	-7.7	-7.3	-7.3	-7.3	-7.3
Amortisatie	-11.7	-13.9	-17.0	-17.7	-17.7	-17.7	-17.7
Afboeking	-2.7	0.1	-1.1	-1.2	0.0	0.0	0.0
Winst voor voorzieningen	66.7	75.2	127.3	11.9	91.2	80.8	69.9
Voorzieningen voor kredietverliezen	0.4	-8.1	-21.3	-11.7	-10.0	-10.0	-10.0
Winst voor belastingen	67.2	67.1	106.0	0.2	81.2	70.8	59.9
Belastingen	-16.4	-17.1	-28.8	-3.2	-21.9	-19.1	-16.2
Belastingdruk	24.4%	25.6%	27.2%	1,554.9%	27.0%	27.0%	27.0%
Geassocieerde deelnemingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minderheden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Beëindigde activiteiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	50.8	49.9	77.2	-3.0	59.3	51.7	43.7
Bijzondere posten in de bedrijfskosten	-2.3	-18.9	-15.9	-115.0	-14.0	-11.0	-11.0
Aangepast kost/inkomsten ratio (%)	79.8%	75.0%	75.0%	76.0%	76.6%	79.5%	81.8%
Aangepast winst voor voorzieningen	69.0	94.1	143.2	126.9	105.2	91.8	80.9
Aangepast winst voor belastingen	69.5	86.0	121.9	115.2	95.2	81.8	70.9
Aangepast nettowinst	50.8	64.5	90.1	78.8	69.5	59.7	51.7
Balans (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Materiële vaste activa	94.7	88.7	80.5	77.3	73.8	70.3	66.8
Lease	16.7	13.3	12.2	16.0	16.0	16.0	16.0
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige immateriële activa	48.3	51.2	48.2	45.6	42.9	40.3	37.6
Financiële vaste activa	47.9	52.5	56.1	36.5	36.5	36.5	36.5
Uitgestelde belastingvorderingen	13.6	13.2	12.9	10.2	10.2	10.2	10.2
Totaal vaste activa	221.2	218.9	209.8	185.6	179.4	173.2	167.1
Geldmiddelen en kasequivalenten	4,277.6	2,581.1	2,141.0	1,855.6	1,871.5	1,968.8	2,063.4
Leningen en voorschotten aan banken	265.8	332.5	273.8	414.8	414.8	414.8	414.8
Leningen en voorschotten aan klanten	10,167.8	10,619.7	11,080.0	11,402.1	11,630.2	11,862.8	12,100.0
Schuldbewijzen tegen geamortiseerde kostprijs	1,483.4	1,689.8	2,187.6	2,837.6	2,837.6	2,837.6	2,837.6
Niet-verhandelbare derivaten	19.7	295.7	207.9	180.0	180.0	180.0	180.0
Te ontvangen belasting	1.7	1.5	1.7	18.8	18.8	18.8	18.8
Overige activa	54.4	55.8	65.1	69.1	69.1	69.1	69.1
Financiële activa	16,270.3	15,576.0	15,957.1	16,778.0	17,021.9	17,351.8	17,683.6
Activa aangehouden voor verkoop	12.7	5.6	8.7	4.0	4.0	4.0	4.0
Totaal activa	16,504.2	15,800.5	16,175.6	16,967.5	17,205.3	17,529.0	17,854.7
Eigen vermogen	1,250.1	1,259.4	1,288.6	1,232.8	1,282.0	1,310.4	1,334.8
Minderheden & preferente aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal eigen vermogen	1,250.1	1,259.4	1,288.6	1,232.8	1,282.0	1,310.4	1,334.8
Deposito's van banken	1,608.3	337.1	670.1	373.1	373.1	373.1	373.1
Stortingen van klanten	13,285.1	13,816.3	13,759.1	14,478.0	14,767.6	15,062.9	15,364.2
Niet-verhandelbare derivaten	7.0	1.3	34.7	48.0	48.0	48.0	48.0
Belastingverplichtingen	19.2	23.1	31.0	16.4	16.4	16.4	16.4
Uitgegeven schuld papier	255.6	259.9	260.4	619.5	619.5	619.5	619.5
Voorzieningen	5.8	7.9	18.2	121.6	20.6	20.6	20.6
Overige verplichtingen	73.2	95.6	113.6	78.1	78.1	78.1	78.1
Passiva	15,254.1	14,541.1	14,887.0	15,734.7	15,923.3	16,218.6	16,519.9
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal passiva	16,504.2	15,800.5	16,175.6	16,967.5	17,205.3	17,529.0	17,854.7

Bron: Triodos Bank/Degroof Petercam schattingen

Kasstroomoverzicht (EUR m)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Nettowinst	50.8	49.9	77.2	-3.0	59.3	51.7	43.7
Afschrijvingen	8.8	8.3	7.7	7.4	7.5	7.5	7.5
Amortisatie	11.7	13.9	17.0	17.7	17.7	17.7	17.7
Afboekingen	2.7	-0.1	1.1	1.2	0.0	0.0	0.0
Wijziging van de voorzieningen	2.2	2.2	0.3	103.2	-101.0	0.0	0.0
Andere operationele kasstroom	7.2	9.9	20.3	-67.2	5.0	5.0	5.0
Operationele kasstroom	83.3	84.0	123.6	59.3	-11.5	81.8	73.9
Verandering in leningen en deposito's	1,203.0	-1,500.2	-89.0	118.5	61.5	62.8	64.0
Verandering in andere financiële activa	-163.6	-181.2	-445.5	-624.3	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit operationele activiteiten	1,122.7	-1,597.4	-410.9	-446.6	50.0	144.6	137.9
Kapitaaluitgaven	-2.2	-2.7	-4.6	-3.5	-4.0	-4.0	-4.0
Investerings in immateriële activa	-14.5	-16.9	-15.3	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0
Acquisities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Desinvesteringen	2.1	7.2	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
Overig investering kasstroom	-5.0	-0.4	-0.8	20.6	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-19.6	-12.8	-20.3	2.2	-19.0	-19.0	-19.0
Dividenden	-9.2	-44.9	-42.6	-58.4	-15.1	-28.3	-24.3
Minderheden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inkoop van eigen aandelen	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aandelenfinanciering	0.0	0.0	-0.2	-1.8	0.0	0.0	0.0
Overige financiering CF	247.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF uit financieringsactiviteiten	237.7	-44.9	-42.8	-60.1	-15.1	-28.3	-24.3
Netto kasstroom	1,340.8	-1,655.2	-474.0	-504.5	15.9	97.3	94.6
Cijfers per aandeel (EUR)	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Aangepaste WPA	3.56	4.54	6.34	5.55	4.90	4.20	3.64
Gepubliceerde WPA	3.56	3.51	5.43	-0.21	4.18	3.64	3.08
Dividenden	1.80	3.12	4.07	1.27	2.09	1.82	1.54
Dividend pay-out ratio	50.6%	60.1%	75.0%	-601.6%	50.0%	50.0%	50.0%
Boekwaarde	86.41	87.05	89.07	85.22	88.62	90.58	92.26
Aandelen (m)							
Aantal aandelen aan einde van het jaar	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Gemiddeld aantal aandelen	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Gemiddeld verwaterde aandelen	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Ratios	12/21a	12/22a	12/23a	12/24a	12/25e	12/26e	12/27e
Financiële ratio's							
Rendement op eigen vermogen	4.1%	4.0%	6.1%	-0.2%	4.7%	4.0%	3.3%
Aangepaste rendement op eigen vermogen	4.1%	5.1%	7.1%	6.3%	5.5%	4.6%	3.9%
Leverage ratio	8.1%	6.9%	6.9%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%
CET-1 ratio	17.5%	17.3%	16.7%	16.4%	16.6%	16.5%	16.3%
Margeanalyse							
Aangepast PPP marge	20.2%	25.1%	30.7%	27.4%	23.4%	20.5%	18.2%
PPP marge	19.5%	20.0%	27.3%	2.6%	20.3%	18.1%	15.7%
Aangepaste winst voor belastingen marge	20.3%	22.9%	26.2%	24.9%	21.2%	18.3%	16.0%
Winst voor belastingen marge	19.6%	17.9%	22.7%	-	18.1%	15.8%	13.5%
Aangepast nettowinst marge	14.9%	17.2%	19.3%	17.0%	15.5%	13.4%	11.7%
Belastingsdruk	24.4%	25.6%	27.2%	1,554.9%	27.0%	27.0%	27.0%
Groeianalyse							
Totale inkomensverandering j/j	+12.1%	+9.8%	+24.3%	-0.7%	-2.9%	-0.6%	-0.7%
PPP j/j wijziging	+14.9%	+36.3%	+52.2%	-11.4%	-17.1%	-12.8%	-11.9%
Winst voor belastingen j/j	93.6%	23.8%	41.8%	-5.5%	-17.3%	-14.1%	-40,962.5%
Nettowinst j/j	+8.9%	+27.1%	+39.6%	-12.6%	-11.7%	-14.1%	-13.4%
Aangepaste WPA j/j	+8.9%	+27.5%	+39.6%	-12.5%	-11.7%	-14.1%	-13.4%
Dividendwijziging j/j	+176.9%	+73.3%	+30.5%	-68.8%	+64.5%	-12.9%	-15.4%

Bron: Triodos Bank/Degroof Petercam schattingen

Commissioned Research

Degroof Petercam heeft dit rapport in opdracht van het bedrijf gepubliceerd en wordt hiervoor betaald.

Degroof Petercam ESG Rating

Volledige ESG-rapporten:

<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=236&type=4555>

Environment
Social
Governance

Disclosures

None.

Beoordelingssysteem & Waarderingsmethoden

Over Degroof Petercam

Dit verslag is opgesteld door Bank Degroof Petercam SA/NV ("Degroof Petercam").

Degroof Petercam is een financiële instelling die toegelaten is door en onder prudentieel toezicht staat van, als kredietinstelling, de Nationale Bank van België en onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. Zij heeft haar maatschappelijke zetel te 44, rue de l'Industrie, 1040 Brussel en is ingeschreven bij de kruispuntbank voor ondernemingen onder nummer 0403.212.172.

Geen beleggingsonderzoek

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is niet opgesteld overeenkomstig de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van het onderzoek op beleggingsgebied, en het is niet onderworpen aan enig verbod om te handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

Niet goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder

Dit verslag is niet onderworpen aan enige wettelijke verplichting tot voorafgaande goedkeuring door een bevoegde toezichthoudende autoriteit. Dientengevolge is dit verslag niet ter goedkeuring voorgelegd aan een bevoegde toezichthoudende autoriteit en zal dit ook niet worden gedaan.

Inhoud van het verslag

Dit rapport is opgesteld door het sell-side onderzoeksteam van Degroof Petercam. Alle meningen, standpunten, ramingen en projecties in dit rapport weerspiegelen de persoonlijke visie van de auteur op de betrokken onderneming en gerelateerde effecten op de datum van dit rapport. Dit rapport weerspiegelt niet noodzakelijk de standpunten van Degroof Petercam als instelling en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De analist(en) beweert (beweren) voorts geen betekenisvol financieel belang te hebben in één van de genoemde ondernemingen, niet in een belangenconflict te verkeren en geen aansporing te hebben aanvaard van enige persoon met een materieel belang in de betrokken onderneming. De bezoldiging van de analisten is onderworpen aan het bezoldigingsbeleid van Degroof Petercam en kan hier geraadpleegd worden.

De informatie en opinies in dit rapport zijn samengesteld of afkomstig van bronnen die betrouwbaar en te goeder trouw worden geacht, maar er wordt geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, gegeven met betrekking tot hun nauwkeurigheid, volledigheid of juistheid.

Geldigheid van het verslag

Alle informatie, meningen of ramingen in dit verslag worden, ongeacht de bron, te goeder trouw verstrekt en zijn slechts geldig op de datum waarop dit verslag wordt gepubliceerd en kunnen worden gewijzigd. De waarde van elke investering kan ook schommelen als gevolg van marktveranderingen. Degroof Petercam is niet verplicht om de ontvangers van dit verslag op de hoogte te brengen van enige wijziging in dergelijke meningen of schattingen.

Herziening door de betrokken onderneming van dit verslag

Degroof Petercam behoudt zich het recht voor om een ontwerp van het onderzoeksrapport (met uitzondering van - indien relevant - de doelwaarderingsvork/reële waarde en de aanbeveling) ter beoordeling voor te leggen aan de onderworpen onderneming met als enige doel onopzettelijke materiële feitelijke onjuistheden te corrigeren.

Belangenconflict

Er moet worden opgemerkt dat Degroof Petercam en de betrokken onderneming een overeenkomst hebben gesloten met betrekking tot de productie van dit rapport. Degroof Petercam heeft een vergoeding ontvangen van de betrokken onderneming voor het opstellen en verspreiden van dit rapport. Deze vergoeding is (i) een vaste vergoeding die tussen de betrokken onderneming en Degroof Petercam werd overeengekomen vóór de opstelling en publicatie van dit verslag en (ii) in geen geval positief of negatief beïnvloed door de inhoud van dit verslag.

Wegens de brede activiteiten van de groep waartoe Degroof Petercam behoort, kan het voorkomen dat Degroof Petercam of één van haar verbonden ondernemingen

- posities aanhoudt of transacties uitvoert in de effecten van de hierin vermelde onderneming of een lid van haar groep;
- investment banking diensten voor dergelijke ondernemingen uitvoert of tracht uit te voeren (zoals corporate finance adviesdiensten);



- optreedt als market maker of liquiditeitsverschaffer voor de effecten van de hier genoemde vennootschap
- andere diensten verricht waartoe zij wettelijk gerechtigd is;
- een mandaat bezit in de betrokken vennootschap
- een aanzienlijke deelneming in de betrokken onderneming bezit.

In dit verband moet Degroof Petercam regelingen hebben getroffen om belangenconflicten tussen haarzelf en cliënten en tussen verschillende cliënten onderling te onderkennen, te voorkomen en te beheren. Degroof Petercam werkt volgens een beleid inzake belangenconflicten waarin Degroof Petercam die situaties heeft geïdentificeerd waarin sprake kan zijn van een belangenconflict en, in elk geval, de stappen die zijn genomen om dat conflict te beheren. Degroof Petercam heeft redelijke maatregelen genomen om ervoor te zorgen dat de objectiviteit van dit onderzoeksverslag en de onafhankelijkheid van de auteur gewaarborgd zijn en heeft verschillende regelingen getroffen (zoals interne beleidslijnen en procedures) om potentiële belangenconflicten te beheren. Degroof Petercam heeft bijvoorbeeld een beloningsbeleid, een procedure voor het verhandelen van persoonlijke rekeningen en verschillende organisatorische maatregelen zoals Chinese Walls geïmplementeerd die bedoeld zijn om onrechtmatige bekendmaking en gebruik van vertrouwelijke en gevoelige informatie te voorkomen. Wanneer de regelingen in het kader van ons beleid inzake belangenconflicten niet volstaan om een bepaald conflict te beheersen, zal Degroof Petercam de betrokken cliënt informeren over de aard van het conflict zodat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. Naast de voornoemde regelingen heeft Degroof Petercam ook de interne regelingen geïmplementeerd die worden vereist door artikel 37, lid 1, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 van de Commissie.

Geen aanbod

Dit verslag vormt geen aanbod of verzoek tot verkoop, aankoop of inschrijving van enig financieel instrument en mag niet worden opgevat als een aanbod of verzoek daartoe. Elk aanbod of het aangaan van een transactie vereist de daaropvolgende formele instemming van Degroof Petercam, die onderworpen kan zijn aan interne goedkeuringen en de uitvoering van bindende transactiedocumenten.

Geen beleggingsadvies

De informatie in dit rapport mag niet worden beschouwd als een persoonlijk advies en mag niet worden beschouwd als een aanbeveling van beleggingsadvies. Ontvangers mogen de inhoud van dit rapport niet opvatten als juridisch, fiscaal, boekhoudkundig of beleggingsadvies of persoonlijke aanbeveling. Bijgevolg is Degroof Petercam niet verplicht om de geschiktheid voor de ontvanger van enige hierin beschreven potentiële transactie te bepalen, en zal dit ook niet doen. Ontvangers moeten advies inwinnen bij hun adviseurs om de verdiensten, voorwaarden en risico's te bepalen van elke potentiële transactie die hierin wordt beschreven.

Toekomstgerichte verklaringen

Dit rapport kan toekomstgerichte verklaringen bevatten. Deze toekomstgerichte verklaringen zijn onderhevig aan risico's, onzekerheden en veronderstellingen en andere factoren die ertoe kunnen leiden dat de werkelijke resultaten, toestand, prestaties, vooruitzichten, groei of mogelijkheden wezenlijk verschillen van die welke in deze toekomstgerichte verklaringen tot uitdrukking komen of daardoor worden gesuggereerd. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen garanties voor toekomstige prestaties en er is geen garantie dat de schattingen of projecties zullen worden verwezenlijkt. De werkelijke resultaten kunnen afwijken van de prognoses en een dergelijke afwijking kan materieel zijn.

In het verleden behaalde en gesimuleerde resultaten

In het verleden behaalde of gesimuleerde resultaten, waaronder back-testing, modellering of scenarioanalyse, vormen geen aanwijzing voor toekomstige resultaten. Er wordt geen uitspraak gedaan over de nauwkeurigheid van de veronderstellingen in, of de volledigheid van, enige modellering, scenarioanalyse of back-testing.

Adviezen en waarderingsmethoden

De adviezen en koersdoelen van Degroof Petercam zijn gebaseerd op de verwachte koersontwikkeling ten opzichte van het universum van aandelen die gevolgd worden door Degroof Petercam Benelux. Het totale rendement dat nodig is voor een bepaald advies hangt af van het risicoprofiel ten opzichte van dit universum. Dit risicoprofiel wordt weergegeven door de bèta, zoals geschat door de analist. Aandelen met een laag risico hebben een geschatte bèta van 0,9 of minder, aandelen met een gemiddeld risico hebben een bèta tussen 0,9 en 1,3 en aandelen met een hoog risico hebben een bèta van 1,3 of meer. De vereiste relatieve koersontwikkeling voor een bepaald advies wordt aangegeven in de onderstaande tabel. De gegeven koersdoelen en de verwachte potentiële opwaartse/neerwaartse relatieve koersontwikkeling zijn altijd gebaseerd op een tijdshorizon van 12 maanden.

	Reduce	Hold	Buy
Hoog (Beta ≥ 1.3)	RP < -6%	-6% $\leq$ RP < 15%	RP $\geq 15\%$
Middel (0.9 < Beta < 1.3)	RP < -4%	-4% $\leq$ RP < 10%	RP $\geq 10\%$
Laag (Beta ≤ 0.9)	RP < -2%	-2% $\leq$ RP < 6%	RP $\geq 6\%$

RP: Relatieve koersontwikkeling vergelijken met het universum van aandelen gevolgd door Degroof Petercam

Ons beoordelingssysteem en onze koersdoelen proberen rekening te houden met sector-, bedrijfs- en/of algemene marktrisico's en volatiliteit. Bijgevolg is het mogelijk dat ons advies voor een aandeel en het aanbevolen koersdoel op een bepaald moment niet overeenkomen met het vermelde koersdoel voor 12 maanden. Onze koersdoelen zijn over het algemeen gebaseerd op een combinatie van waarderingsmethoden, waaronder DCF, SOTP, peer group-vergelijking, historische ratio-analyse en andere. De uitkomst van deze waarderingsmethoden is gevoelig voor zowel externe factoren (bijv. rentetarieven en marktwaaideringen) als aannames die we maken (bijv. over omzetgroei, winstgevendheid of waarderingskortingen). Houd er rekening mee dat zelfs kleine veranderingen in deze elementen kunnen leiden tot grote veranderingen in de richtprijs. Meer informatie over de voor dit bedrijf gebruikte waarderingsmethode is te vinden in de rapporten op <https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=45>.

Geen aansprakelijkheid

Degroof Petercam aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik van dit rapport of de inhoud ervan. Dit rapport beoogt geen uitputtende beschrijving te geven van het financiële instrument en van de emittent van het



financiële instrument waarop het betrekking heeft. Hoewel alle redelijke zorg is besteed aan de nauwkeurigheid van de informatie in dit verslag, kan noch Degroef Petercam, noch een van haar verbonden ondernemingen, bestuurders, adviseurs of werknemers aansprakelijk worden gesteld voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie, of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die zouden voortvloeien uit het gebruik van of het vertrouwen op dit verslag, behalve in geval van opzet of grove nalatigheid. De informatie in dit rapport is niet onafhankelijk geverifieerd door een onafhankelijke derde partij.

Distributiebeperking en gebruik van het rapport

De inhoud is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en u dient dergelijke informatie of ander materiaal niet op te vatten als juridisch, fiscaal, beleggings-, financieel of ander advies. Niets in dit rapport is een verzoek, aanbeveling, goedkeuring of aanbod van Degroef Petercam of een derde dienstverlener om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen in dit of in enig ander rechtsgebied waarin een dergelijk verzoek of aanbod onwettig zou zijn volgens de effectenwetgeving van dat rechtsgebied.

Alle inhoud van dit rapport is informatie van algemene aard en is niet gericht op de omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Niets in het rapport vormt professioneel en/of financieel advies, noch vormt enige informatie in het rapport een alomvattende of volledige verklaring van de besproken zaken of de wet die daarop betrekking heeft. U bent als enige verantwoordelijk voor de beoordeling van de verdiensten en risico's in verband met het gebruik van informatie of andere inhoud in dit rapport, voordat u beslissingen neemt op basis van dergelijke informatie of andere inhoud.

Dit verslag mag niet rechtstreeks of onrechtstreeks buiten de EER (met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk) worden genomen of verspreid.

Voltooiing van het verslag en updates

Dit verslag werd voor het eerst verspreid door Degroef Petercam op 17 maart 2025 12:01 CET

Waarderingen worden voortdurend door de analist herzien en zullen regelmatig worden bijgewerkt en/of geactualiseerd. De beweegredenen voor een wijziging van de doelwaardering zullen in een dergelijke bijwerking/update worden toegelicht.

Een overzicht van het over dit bedrijf gepubliceerde onderzoek is te vinden op onze website:
<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=0>

Dit rapport is vóór publicatie niet door het bedrijf beoordeeld.

Het rapport is nagelezen door Luuk van Beek, Senior Equity Analyst.

Lexicon

Aandeel: Bewijs van deelneming in het kapitaal van een onderneming.

Bruto bedrijfswinst: Vaak in het Engels omschreven als EBIT of operating profit. Dit is de winst voor interesten en belastingen.

Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties: Dit is hetzelfde als de EBITDA. Dit is de winst voor interesten, belastingen, afschrijvingen en amortisaties.

Buy-and-build: Dit is een term voor een strategie, voornamelijk gebruikt binnen private equity, waarbij een bedrijf steeds kleine acquisities doet en die integreert in het moederbedrijf. Dankzij synergiën kan men via zo'n acquisities vaak kosten besparen en dus de winstmarges verhogen.

Capex (capital expenditure): investeringen die het bedrijf doet in vaste materiële activa zoals gebouwen en machines

DCF: discounted cash flow, een methode om de waarde van een bedrijf te bepalen op basis van de toekomstige kasstromen, die contant worden gemaakt rekening houdend met de kapitaalkosten van het bedrijf (WACC)

Dividend: Deel van de winst dat periodiek door een onderneming aan haar aandeelhouders wordt uitgekeerd.

Dividendrendement: Het rendement dat een belegger ontvangt via het dividend op jaarbasis oftewel het dividend per aandeel als een percentage van de koers van het aandeel.

Discount: Dit is de korting van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers per aandeel is dus lager dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

DPe: Schatting van Degroef Petercam

EBIT: Bruto bedrijfswinst.

EBITDA: Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties

EV: Ook wel Enterprise Value of ondernemingswaarde genoemd. Dit is de som van de marktkapitalisatie en de netto schuldpositie.

Free float: Engels voor 'vrij verhandelbare aandelen'. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

FCF: Free cash flow. Engels voor 'vrije kasstroom'. Dit is het geld dat de onderneming ter beschikking heeft na kosten en investeringen.

GAV: Gross Asset Value of de bruto intrinsieke waarde. Dit is de som van alle activa in de portefeuille.

Guidance: de door het bedrijf afgegeven verwachting voor toekomstige resultaten



Market cap: Dit is de marktkapitalisatie van het bedrijf. Dit is de vermenigvuldiging van de koers per aandeel en het aantal uitstaande aandelen.

Multiple: Dit wordt gebruikt in de context van waardering. Een multiple betekent hoeveel keer iemand bereid is te betalen als een veelvoud van de winst, bruto bedrijfswinst, etc. Wanneer een aandeel een koers van EUR 100 heeft en een winst per aandeel van EUR 10 dan is de markt bereid om een multiple van 10 keer de winst te betalen.

NAV: Net Asset Value of de netto intrinsieke waarde van een bedrijf. Hierbij wordt de som genomen van alle activa in de portefeuille (=bruto intrinsieke waarde) en vervolgens wordt de netto schuld- of kaspositie er afgetrokken/bijgeteld. Vaak gelijk aan het eigen vermogen van de onderneming.

NIW: Dit is de Netto Intrinsieke Waarde, de Nederlandse vertaling voor NAV.

p/a of p.a.: per aandeel

Premium: Dit is de premie van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers is dus hoger dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

Private equity: Investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven

Schuldgraad: Dit is de mate waarin de onderneming met schuld is gefinancierd. Vaak is het gelijk aan de totale schuld als een percentage van de activa of als een veelvoud van de bruto bedrijfswinst. Bij investeringsmaatschappijen wordt bij schuldgraad verwezen

SoP, Sum of the Parts: methode om de waarde van een bedrijf te berekenen op basis van aparte waarderingen van de verschillende onderdelen

Treasury shares: Dit zijn ingekochte eigen aandelen.

Vrij verhandelbare aandelen: In het Engels ook wel free float genoemd. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

WACC: weighted average cost of capital de gemiddelde kapitaalkosten van een bedrijf bestaande uit de rentekosten op schulden en het vereiste rendement op eigen vermogen.

WPA: Winst per aandeel.

Klachten

Elke klacht betreffende dit document per post of per e-mail ingediend worden op volgend adres (post of e-mail): Bank Degroef Petercam N.V. c/o Operational Risk Management, Nijverheidsstraat 44 – B-1040 Brussel - E-mail: claims@degroofpetercam.com - Tel.: +32 2 287 98 83

Indien u zich niet kunt vinden in de voorgestelde oplossing van de hierboven vermelde dienst Klachtenbeheer, dan kunt u zich wenden tot: Bemiddelingsdienst Banken – Krediet Beleggingen op volgende adres: Ombudsfin - Ombudsman in financiële geschillen, North Gate II, Boulevard du Roi Albert II, nr. 8, bus 2, 1000 Brussel - Tel. : +32 2 545 77 70 - Fax : +32 2 545 77 79 - E-mail: ombudsman@ombudsfin.be.

Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 – 1040 Brussels

De Entrée 238 A 7th floor – 1101 EE Amsterdam

Benoît Mortelmans +32 2 662 82 93

Equity Research / Analysts

Fernand de Boer	Retail/Food & Beverages	+31 20 573 5417
Kris Kippers	Consumer Goods/Holdings	+32 2 287 9259
Amal Aboulkhouatem	Real Estate	+32 2 662 8653
Frank Claassen	Industrials	+31 20 573 5409
Vincent Koppmair	Real Estate	+32 2 287 9673
Vivien Maquet, CFA	Real Estate	+32 2 287 9824
Laura Roba	ESG/Medtech	+32 2 287 9276
Michael Roeg	Technology	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotech/Healthcare	+32 2 287 9771
Joren Van Aken, CFA	Holdings/Cleantech	+32 2 662 8883
Luuk van Beek	Engineering/IT/Greentech	+31 20 573 5471
Christel De Clerck	Support & Editing	+32 2 662 8302

Corporate Brokerage & Syndication

Gert Potvlieghe		+32 2 662 8289
Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Tineke Hosselaer	Corporate access	+32 2 662 8290
Charlotte Mertens	Corporate access	+31 20 573 5416

Sales

Anthony della Faille	+32 2 662 8724
Laurent Pierret	+32 2 662 8654

Equity Sales

Simon Vlaminck	+32 2 662 8291
Assia Adanouj	+32 2 662 8768
Gilles Delcroix	+32 2 287 9594
Jeroen Van Genuchten	+31 20 573 5428
Beatrice Leysens - Assistant	+32 2 662 8262

Sales Trading

Veronique De Schoemaeker	+32 2 662 8280
Fabrice Faccenda	+32 2 662 8986
Frédéric Lebrun	+32 2 287 9190
Mathieu Vilette	+32 2 287 9782

Fixed Income

An-Sofie Meirsschaut	+32 2 662 8665
Tars De Meulenaere	+32 2 662 8219
Lieven Krikilion	+32 2 287 9559
Pierre-Matthias Drianne	+32 2 287 9184

Derivatives

Karim Marrakchi	+32 2 662 8940
Thierry De Wispelaere	+32 2 662 8674