

LE POINT

FINANCIER

JAARGANG 11 • LE POINT 2024 • EDITIE 2 • WWW.SDM-PRIVATEBANKING.COM

Ion Beam Applications

Beursgenoteerde wereldleider in protontherapie
Interview met CEO, Olivier Legrain

Intervest

Interview met Joël Gorsele, de CEO van Intervest
over de huidige trends in de vastgoedmarkt

8 Favoriete aandelen

Door Laurence De Munter

The Long View

Huidige beursverwachtingen voor 2024,
door Jules & Marc Stevens

\$DM

SECURITIES
DE MUNTER

Generations you can bank on®



We are on a mission

PKF BOFIDI ondersteunt jou en jouw onderneming om te groeien. Onze experts zijn de ideale sparring partner en staan klaar om jou te ondersteunen bij een diversiteit aan professionele uitdagingen.

Partnerschap gebaseerd op vertrouwen en integriteit

Onze diensten

- > Accounting
- > Tax
- > Estate planning
- > Legal*
- > Consulting
- > Advisory
- > Payroll services
- > ESG

400 Medewerkers

6.000+ Klanten

45 Jaren ervaring

10 Kantoren in Vlaanderen & Brussel



PKF
BOFIDI

www.pkfbofidi.com



Inhoudstafel

— wat vindt u terug in deze editie?

04 – 05

Voorwoord

Door Nicholas De Munter, Managing Partner.

06 – 07

Market Watch

Een terugblik op het eerste semester van 2024. Door Laurence De Munter.

08 – 13

The Long View

Een analyse van het voorbije resultaten-seizoen en verwachtingen voor kalenderjaar 2024. Door Jules & Marc Stevens.

14 – 17

IBA GROUP, de wereldleider in protontherapie, maar niet alleen...

Interview met Olivier Legrain, CEO van Ion Beam Applications, een beursgenoteerd bedrijf dat gespecialiseerd is in de ontwikkeling van innovatieve oplossingen voor de diagnose en behandeling van kanker. Door Anne-Cécile Rozet.



Olivier Legrain, CEO van IBA

18 – 19

Inflation, deflation and stagflation

An closer look at inflation, deflation, and stagflation in the economy and their implications for investment portfolios. By Marsel Paraev.

20 – 23

Intervest

Interview met Joël Gorsele, CEO van Intervest, over de overname van TPG, de huidige trends in de vastgoedmarkt en wat we van Intervest in de toekomst kunnen verwachten. Door Laurence De Munter.

24 – 25

8 Favoriete aandelen

Door Laurence De Munter.

26 – 27

Zijn meerwaarden op aandelen altijd vrijgesteld?

Door François Collon, advocaat fiscaliteit aan de Balie van Brussel.



Foto: IBA



Foto: Intervest



Joël Gorsele, CEO Intervest

28

Economic and financial indicators

29

Market data

Een overzicht van de huidige marktsituatie met prognoses voor de komende 3 en 12 maanden.

Voorwoord — Maartse buien, aprilse grillen



Nicholas De Munter —
Managing Partner

Beste investeerders,

Net zoals het huidige klimaat in onze contreien, hebben de beurzen er wederom een grillig parcours opzitten sinds januari laatstleden.

Wegens het uitblijven van een inflatie aan 2% hebben de centrale banken hun renteverlagingen voorlopig opgeborgen. Herinnert u zich nog de sterke inhaalbeweging van de obligaties einde 2023? Sinds begin dit jaar werd de euforie van 7 renteverlagingen voor de ECB herleid tot 3. Dit zorgde voor negatieve rendementen op obligaties (grafiek 1).

Tot op vandaag werd het positieve rendement voornamelijk gehaald door de aandelenklasse. De positieve verrassingen kwamen van de Europese aandelen die omwille van hun goedkopere waardering een mooie remonte hebben opgetekend. In Amerika is het vooral kijken naar de AI-hype en de ‘Magnificent Seven’ die voor de weinige zonnestrallen zorgden.

Positief is dat de goudkoers uit zijn winterslaap is gekomen met mooie records tot 2400 USD per ounce (31 gram). Zoals veel van jullie weten, houden we wel van een gezonde portie goud in de portefeuilles. Goud blijft de ultieme verzekering tegen inflatie en andere onzekerheden (grafiek 2). Goud heeft ook bijgedragen aan het mooie rendement van ons huisfonds Fortuna Select (tabel 1).

Sell in May & go away?

In aanloop van de 3 verwachte renteverlagingen van de ECB en 1 van de FED, zijn we van mening dat we nog op een mooie remonte kunnen rekenen voor zowel aandelen en obligaties in 2024. Tenzij er uit een onverwachte hoek toch nog donkere wolken komen...

Voor deze editie van de Point hadden we het plezier om Joël Gorsele, CEO van Intervest en Olivier Legrain, CEO van IBA, de beursgenoteerde specialist in protontherapie, te interviewen. Verder bespreken we onze visie over de macro-economie, interessante aandelen en gaan we dieper in op inflatie, deflatie en stagflatie.

We nodigen u tenslotte van harte uit op onze 10^{de} “SDM Classic Car Rally” met bestemming Durbuy die plaatsvindt op 7 en 8 september aanstaande. Zoals elk jaar gaan de opbrengsten integraal naar het Olivia Fund ten voordele van kinderkanker-onderzoek.

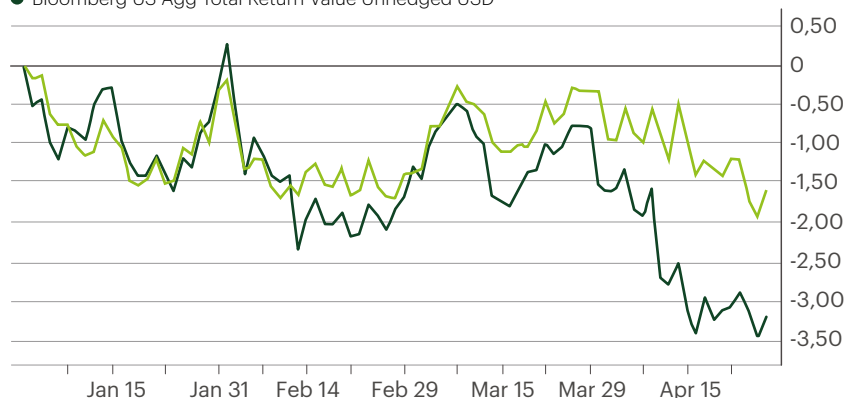
Ik wens u alvast een prachtige zomer en veel leesplezier,

Nicholas De Munter

Grafiek 1: Obligatie rendementen waren negatief over de eerste 4 maanden van 2024.

Bron: Bloomberg, data as at 29/04/2024.

- Bloomberg EuroAgg Total Return Index Unhedged EUR
- Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD



Grafiek 2: Gold prices

Bron: FastMarkets, data as at 26/04/2024



Tabel 1: Fortuna Select Mixte C - Rendement

Bron: Financial Times, data as at 13/05/2024

	5 years	3 years	1 year	6 months	3 months	1 month
Fortuna Select Fund Mixte C	+4.41%	+3.73%	+13.75%	+11.77%	+6.11%	+2.59%
EUR Moderate Allocation - Global	+2.44%	-0.65%	+8.06%	+8.18%	+3.45%	+0.89%
Fund quartile	1st	1st	1st	1st	1st	1st
Funds in category	91	134	156	160	164	164

Evenementen

7 & 8 september 2024 **SDM Classic Car Rally X – Durbuy**

Inschrijven via securitiesdm.com/about/classic-car-rally of scan de QR code



7 oktober 2024 **Gala Concert Olivia Fund**

Belgian National Orchestra

Locatie Bozar, Paleis voor Schone Kunsten, Brussel

Inschrijven via events@sdm.lu

november 2024

SDM Roadshow

Dinsdag 26 november 2024

Locatie Jan Van Rijswijcklaan 200, 2020 Antwerpen

Woensdag 27 november 2024

Locatie Franklin Rooseveltlaan 142, 1050 Brussel

Donderdag 28 november 2024

Locatie Namen

Inschrijven via events@sdm.lu



Market Watch — Een terugblik op het eerste semester van 2024

Door *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy

AANDELEN

De beurzen hadden een goede start dit jaar. De winnaar was Japan, waar de Nikkei met 14,8% steeg in Japanse Yen, wat overeenkomt met ongeveer 8% in Euro. Wat vele investeerders verbaasde was de sterke stijging van de grotere Europese aandelen. Inderdaad, de Euro Stoxx 50 presteerde tweemaal zo goed als de Nasdaq. De comeback van de Italiaanse en Spaanse bankensector in combinatie met de sterke resultaten van ASML en SAP speelden hier een belangrijke rol. Zowel in de VS als Europa blijft de trend van hogere concentratie in indexen doorspelen. Ten eerste, hebben grotere bedrijven minder last van hogere rente omdat hun schuld meer gefinancierd wordt door obligaties aan vaste rentevoeten. Ten tweede hebben large caps vaak een

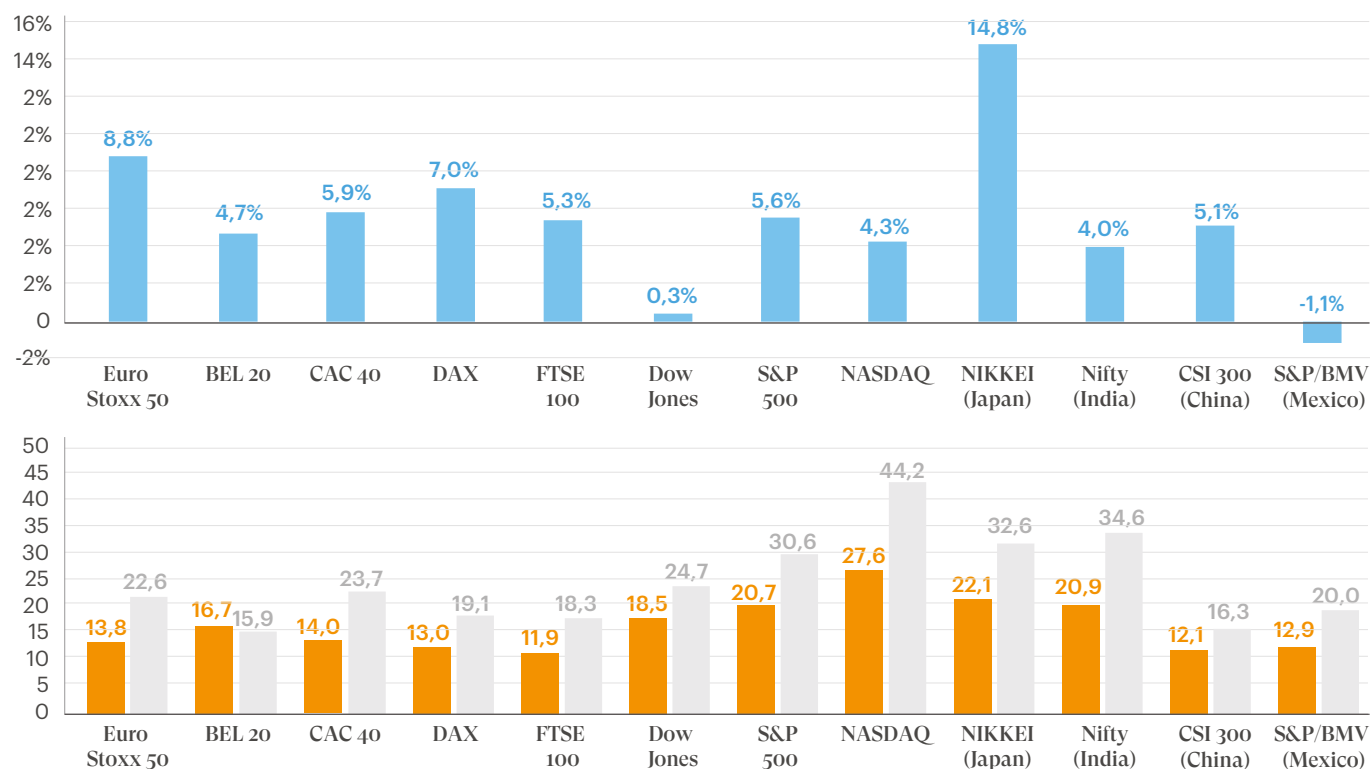
betere kredietrating dan small caps. Last but not least, zorgt de trend van passief beleggen dat er meer geld naar de grote bedrijven vloeit. Vaak krijgen we de vraag of de markt in een bubbel zit omdat vele indexen een nieuwe piek hebben bereikt. De waarderingen vertellen ons echter dat de markt niet zo duur is. De recente koersstijgingen zijn immers ondersteund door gezonde omzetstijgingen, niet zozeer door hogere waarderingen. Gegeven de toenemende geopolitieke spanningen, hogere onzekerheid over de rentevoluntie en lagere handelsvolumes over de zomer, achten we het belangrijk om een evenwichtige beleggingsportefeuille aan te houden die mogelijke woelige periodes kan doorstaan.



Equity Overview

Source: Bloomberg. Return data as at 30/04/2024, P/E data as of 12/01/2024. Returns in local currency. P/E estimate based on Bloomberg consensus estimates.

● YTD Returns ● Estimate P/E 2024 ● 10 Yr Average P/E Ratio



OBLIGATIES

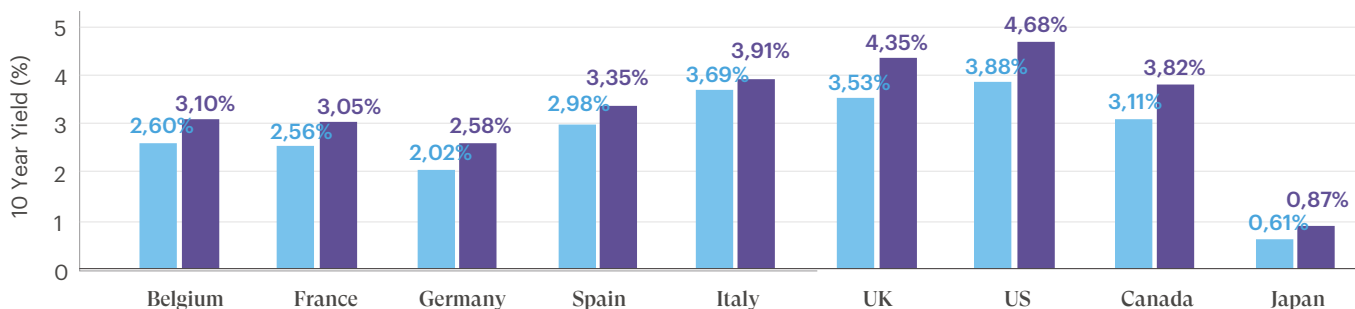
In tegenstelling tot aandelen, kenden obligaties een moeilijke start in 2024. De rente op obligaties steeg immers in de meeste landen, wat leidde tot een daling van de obligatiekoersen. Zo bleek uit de meest recente cijfers dat de inflatie in de VS opnieuw steeg waardoor de verwachtingen van een eerste rentedaling sterk werden uitgesteld. Vandaag is trouwens de kans groter dat de ECB en niet de Amerikaanse FED als eerste haar rente zal verlagen. De inflatiedruk en de economische groei liggen immers lager in Europa dan de VS. In de VS merken we op dat er een sterk contrast is tussen het monetaire en fiscale beleid. Aan de monetaire kant, is er een verstrakking door

de hogere rente en afbouw van de schuld. Aan de fiscale kant is de totale COVID-stimulus, inclusief de CHIPS Act en Inflation Reduction Act goed voor 20% van het Amerikaans BBP. Dit is viermaal groter dan het Marshallplan in 1947 voor slechts 5% van het toenmailige BBP. Het is dan niet zo verwonderlijk waarom de Amerikaanse economie het veel beter doet dan Europa. Toch verwachten we dat obligaties het beter zullen doen in de tweede helft van het jaar. De waarderingen zijn vandaag interessanter, vooral in de VS. Ook verwachten we nog steeds dat de ECB haar rente dit jaar zal verlagen.

Change in 10Y Bond Yields

Source: Bloomberg. Data as at 30/04/2024.

● 31 December 2023 ● 30 April 2024

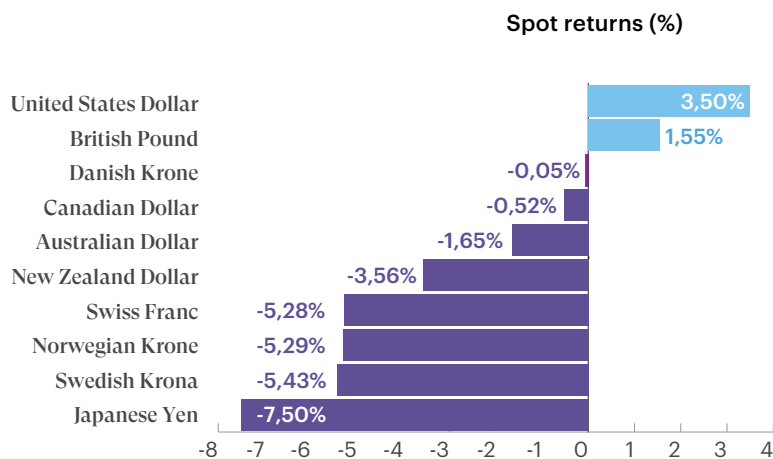


VALUTA

De Amerikaanse dollar won terrein t.o.v. de Euro dankzij enerzijds de sterk opgetrokken renteverwachtingen. Anderzijds geniet de dollar van zijn status als veilige haven in de huidige woelige periode gekenmerkt door de conflicten in het Midden-Oosten en Oekraïne. Ook het Britse pond steeg t.o.v. de Euro door verwachtingen op een relatief hogere rente. Daarentegen verloor de Japanse Yen liefst 7,5% van zijn waarde. De BoJ (Bank of Japan), de Japanse centrale bank, behoudt haar ultra lage rentepolitiek waardoor de 'carry trade', waar men leent in Japanse Yen aan een lage interestvoet en belegt in Amerikaanse dollar aan een hoge interestvoet, voorlopig interessant blijft. •

2024 Currency Overview EUR versus G10 currencies

Source: Bloomberg. Data as at 30/04/2024.



The Long View

Door Jules Stevens & Marc Stevens

Het voorbije resultaatenseizoen werd gekenmerkt door (1) een sterk laatste kwartaal van kalenderjaar 2023 en (2) degelijke maar geen extravagante verwachtingen voor 2024. Beide beschouwen wij als positief. Het gerealiseerde, toont aan dat de motor nog steeds draait. En het temperen van de nogal hooggespannen marktverwachtingen toont aan dat bedrijven -zelfs na een goed kwartaal- liever ‘underpromissen’ om nadien eventueel te ‘overdeliveren’. Dat ondersteunt de structureel stijgende trend én houdt de dagelijkse volatiliteit van de aandelenkoers eveneens in toom.



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager



Marc Stevens
Wettelijk vertegenwoordiger

CENTRALE BANKEN

Het scenario van zachte landing 2024 is nog steeds het meest realistische. De economie groeit, de werkloosheid blijft laag terwijl de Amerikaanse inflatie terug afneemt na een hallucinante stijging van 0% tot 8% in 2021-2022. Dit terwijl de Federal Reserve haar groeiverwachtingen voor 2024 bijstelde van 1.4% naar 2%, een vertraging t.o.v. de +3% in 2023 maar een degelijk cijfer. Een vergelijking met de jaren 1980 is op dat vlak dan ook scheefgetrokken. We krijgen wel eens grafieken voorgeschoteld waarbij inflatie tijdens begin jaren 1980 werd vergeleken met deze sinds 2021. En die overlappen elkaar. Maar correlaties aantonen zonder fundamentele argumentatie, is wetenschappelijk onjuist. Correlatie en oorzaak zijn niet hetzelfde. De conjunctuur en de financieel-economische condities zijn vandaag ontlelijk veel gezonder dan in de jaren 1980.

Grafiek 1 toont dit mooi aan. De Federal Reserve is er sinds maart 2022 met verschillende renteverhogingen in geslaagd de kerninflatie (nominale inflatie gecorrigeerd voor voedsel en energieprijzen) te doen afnemen zonder de conjunctuur af te remmen: de werkloosheid is 0% toegenomen. Begin jaren 1980 zagen we een heel ander verhaal: de kerninflatie bereikte een hoogtepunt van 10% in maart 1980, die na een 2-jarig hobbelig parcours ook wel is afgenomen (Y-as), maar de werkloosheid steeg wel van 6% naar 11% (X-as). Tijdens deze twee jaar kende de Amerikaanse economie twee recessies en een rollercoaster aan rentewijzigingen. Daar is vandaag niets van te merken.

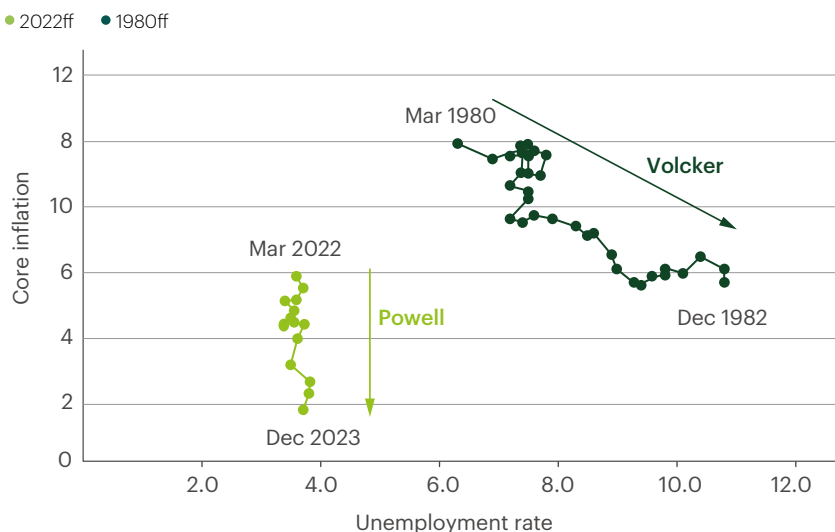
MARKTEN

Het werk van de Centrale Banken heeft ertoe geleid dat de beurzen nieuwe recordhoogtes bereiken. Wanneer dat gebeurt, rijst de vraag of het nu nog wel een geschikt moment is om in aandelen te beleggen.

Dat is menselijk en begrijpelijk. Maar het perfect ‘timen’ van de markt is niet weggelegd voor gewone stervelingen: we kunnen de korte termijn op de beurs gewoon niet voorspellen.

Grafiek 1 : Volcker vs. Powell: Pijnlijke vs. Pijnloze Desinflatie

Bron: S&P Global, Commerzbank Research



Tabel 1: YTD total returns in EUR

Bron: Bloomberg, data as of 15/04/2024.

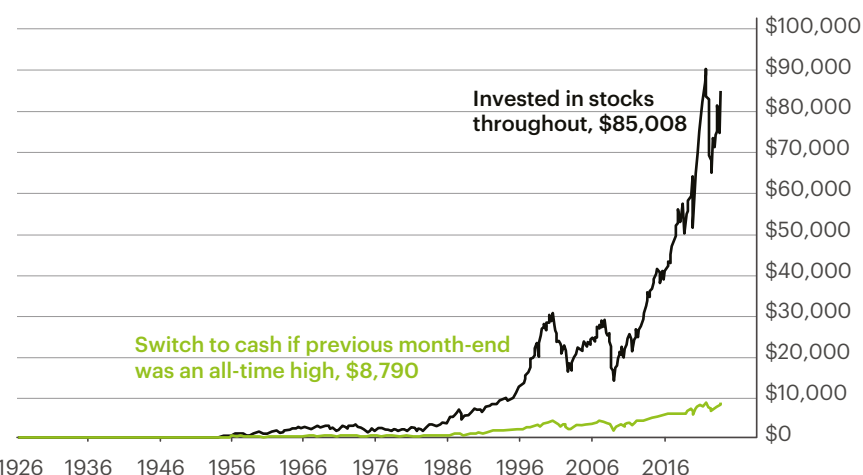
	2023	YTD
S&P 500	+22,2%	+12,1%
MSCI All Countries	+18,9%	+10,1%
Euro Stoxx 50	+23,2%	+10,3%

Een oplossing kan erin bestaan om gespreid in te stappen. Dit biedt soelaas aan kopers met cash, maar wat met beleggers die al volledig belegd zijn? Is het verstandig om de effecten die op hun top staan te verkopen? Allesbehalve, blijkt uit de onderstaande grafiek. Wie in 1926 in de Amerikaanse beurs, via de S&P 500 index, 100 USD zou hebben belegd, bezat vandaag na correctie voor inflatie afgerond 85k USD. Diezelfde belegger die aandelen op hun top zou hebben verkocht en pas terug ingestapt zou zijn nadat de koers eronder was gedoken, heeft in 2023 afgerond "slechts" 8.8k USD. Onze conclusie is dus, zoals steeds, dat verkopen op de top, om later lager terug te kopen heel nefaste gevolgen kan hebben voor uw rendement op de lange termijn.



Een andere belangrijke factor om rekening mee te houden in dit kader is momentum. Recordhoogtes kunnen namelijk enkel bereikt worden wanneer de markt in een positieve trend zit. Je kan geen recordhoogte bereiken wanneer de beurs daalt. Het bereiken van nieuwe records op de beurs is een natuurlijk fenomeen. De economie groeit structureel, het BBP per capita ook en dus ook de beurs. Grafiek 3 toont dat sinds 1929 we 1.320 nieuwe recordhoogtes op de Amerikaanse beurs hebben gezien, asymmetrisch verdeeld over de jaren heen. Recordhoogtes neigen dus plaats te vinden via clusters. Je moet dus geen angstige gevoelens hebben t.o.v. nieuwe recordhoogtes.

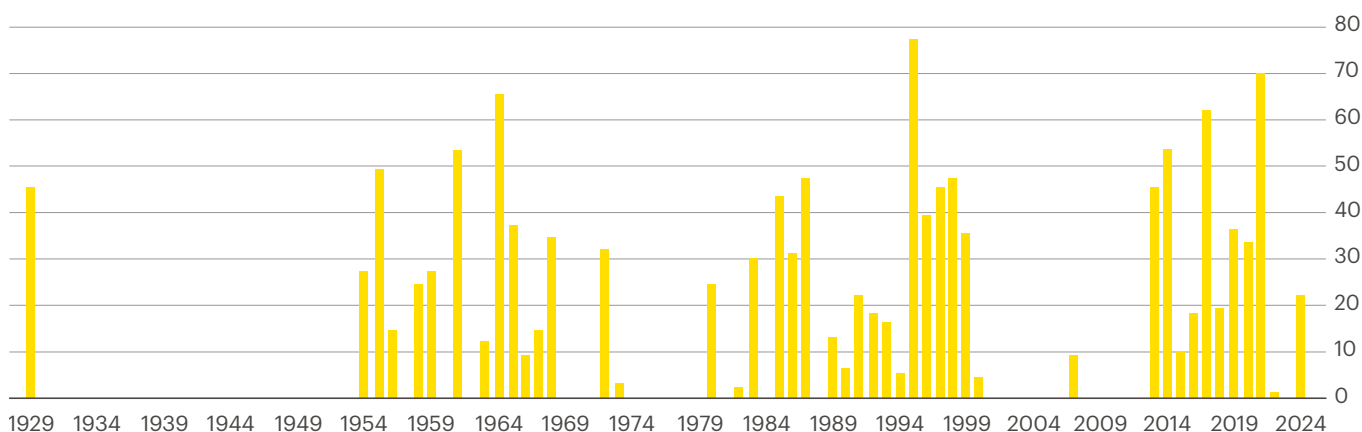
Grafiek 2: 100 USD belegd in de Amerikaanse Aandelenmarkt 1926-2023 (gecorrigeerd voor inflatie)* Bron: CFA Institute Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI) & Schroders



* Past performance is not necessarily a guide to the future and may not be repeated. Data: January 1926 - December 2023. Switching strategy moves cash for the next month whenever the previous month-end was a nominal all-time high, and is invested in stocks whenever it wasn't. A switching strategy based on inflation-adjusted all-time highs would have resulted in a final value of \$15,135, 80% below the fully invested strategy. Results exclude transaction costs.

Grafiek 3: Aantal Recordhoogtes op de S&P 500 sinds 1929

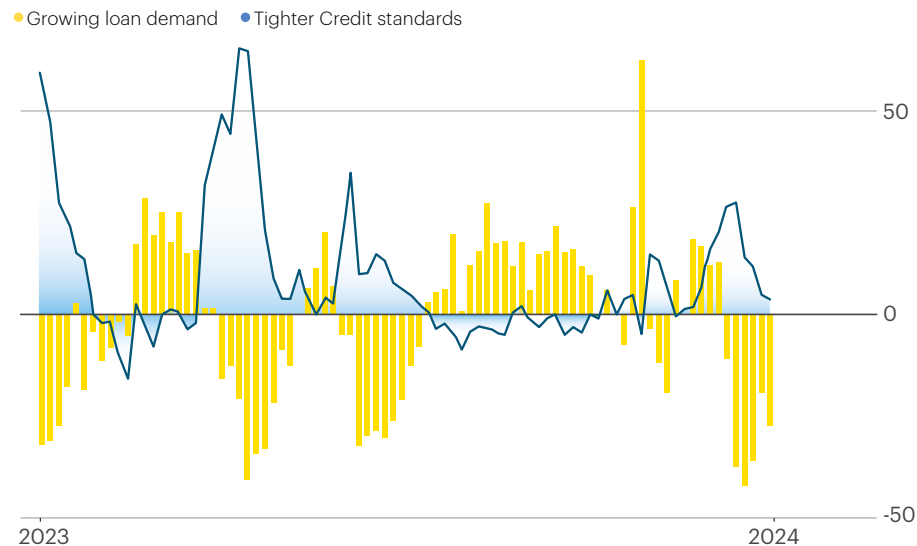
Bron: BNP Paribas, Bloomberg





Grafiek 4: Kredietvraag Europese Bedrijven

Bron: ECB, Bloomberg



Terwijl de Amerikaanse economie uitzonderlijke weerbaarheid vertoonde in 2023, had Europa het wat moeilijker met een BBP-groei van 0.1%. Europa kampt dan ook met enkele structurele problemen, waarvoor de vraag blijft of verlaagde rentes daarbij wel kunnen helpen: overregulering, demografische ontwikkelingen, gebrek aan technologische innovatie en energieafhankelijkheid. Grafiek 4 toont verder nog dat de vraag van Europese bedrijven naar krediet afneemt. Dit alles betekende wel dat de Europese inflatie sneller is kunnen afnemen.

CONCENTRATIERISICO

Het positieve momentum van enkele grote winnaars op de Amerikaanse beurs heeft ervoor gezorgd dat het “narratief” van concentratierisico opduikt. Concentratierisico is het risico dat slechts een klein aantal aandelen een disproportioneel groot aandeel vertegenwoordigen in het rendement van een index, tracker of fonds. Dat is prettig als de beurs stijgt, maar andersom leidt dit tot ook tot hoge

volatiliteit en in geval van -zelfs kortstondige- paniek tot extreme koersdalingen. In 2023 speelde dit concentratierisico in het voordeel van de Magnificent 7, die voor meer dan 100% van het rendement hebben gezorgd en samen maar 28% van de index vertegenwoordigden. In 2024 werden de Magnificent 7 trouwens al uitgedund tot de Fabulous 4, nadat Apple, Tesla en Alphabet wat pluimen verloren.

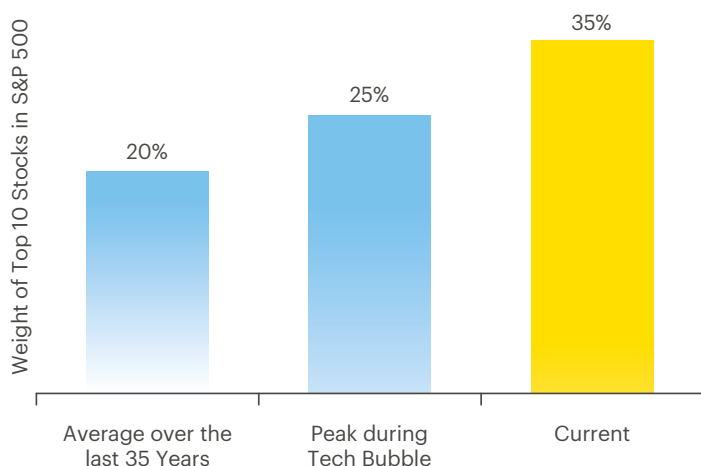
Concentratierisico gaat dus over rendementscontributie: een combinatie van rendement en gewicht in de index. Hierdoor wordt het een kip en het ei verhaal. Een aandeel dat meer rendement oplevert t.o.v. anderen zal zijn gewicht in de index zien stijgen. Dit waren logischerwijze dan ook de aandelen die je het liefst in portefeuille zou hebben gehad. Momenteel ligt het gewicht van de 10 grootste bedrijven in de S&P rond 35%, wat een stuk hoger is dan het historisch gemiddelde van 20%. We zijn dus geneigd om te denken dat het gewicht van de top 10 wat moet afnemen, de zogenaamde “reversion to the mean”.

Voor actieve beleggers zou dit dus wel een aandachtspunt moeten zijn. Zij zullen namelijk de keuze moeten maken om die enkele aandelen met het grootste gewicht en grootste rendementsbijdrage al dan niet te vervangen. Om de analogie met de kip en het ei helemaal rond te maken (pun intended), een kippenboer zal zich niet ontdoen van de kippen die de meeste eieren leggen. Verkoop je je winnaars of hou je deze net bij? Een keuze die wij doorgaans eenvoudig durven nemen; winnaars bijhouden en verliezers verkopen. Toch liggen de kaarten vandaag iets moeilijker.

Wie passief de gehele markt volgt zal gedeeltelijk hebben geprofiteerd van de toename in concentratie voor de top 10, en zal gedeeltelijk profiteren wanneer de andere aandelen aan belang winnen, zoals in het verleden het geval is geweest. Het effent zich -statistisch gezien- uit.

Grafiek 5: Concentratierisico in de S&P 500

Bron: S&P, Bloomberg & Goldman Sachs Multi Asset Solutions 08/05/2024



Grafiek 5 toont verder nog dat het concentratierisico tijdens de dot-com bubbel lager lag dan dat van eind 2023. De enige gelijkenis die wij zien is dat ook toen de top 10 voornamelijk bestond uit technologie- en internetbedrijven. Daar stopt voor ons de vergelijking. Tijdens het uiteenspatten van de dot-com bubbel nam het concentratierisico fel af, omdat die technologiebedrijven gevoelig lager gewaardeerd werden. Dat is vandaag heel anders, de grote bijdragers zijn vandaag winstgevendende kwaliteitsbedrijven met veel cash op de balans, weinig schuld, bovengemiddeld stijgende omzet en hogere marges.

De goede start van de beurzen in 2024 is dan weer het gevolg van de verwachte rente- evolutie: de markten nemen al een voorsprong op de realiteit van verwachte rentedalingen.

RISICOPREMIE

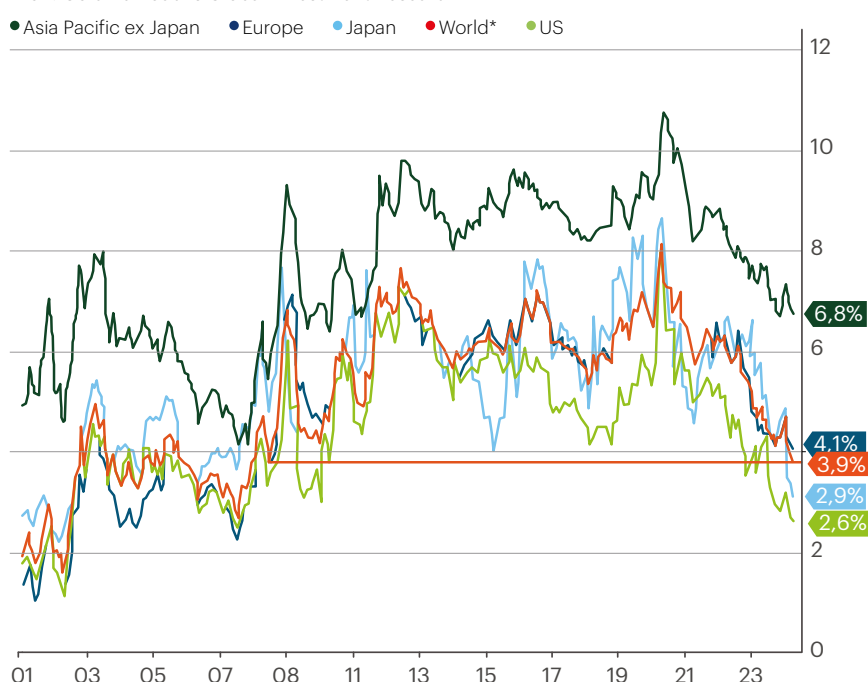
Naast de verbetering van de macrocijfers, blijft er één uitermate belangrijke onbekende, nl. de risicopremie waarvoor beleggers dienen te worden vergoed. Wie meer risico neemt, verwacht daarvoor meer vergoed te worden. Voor een financieel instrument vertaalt dit zich in een lagere koers of een hogere vergoeding. Wie meer risico aangaat, heeft meer onzekerheid omtrent de toekomst, en zal dus een 'margin of safety' willen inbouwen door vandaag minder voor die belegging te willen betalen.

De globale risicopremie kan je vanuit de marktgegevens berekenen. Deze wordt niet

bepaald door een centrale bank of een andere financiële instelling. Grafiek 6 toont dat de risicopremie zowat overal ter wereld is afgenomen en historisch gezien zelfs laag ligt. Dat kan je verklaren vanuit economisch optimisme en de verwachting omtrent de evolutie van de beleidsrentes. Wanneer inflatie beknot zou raken tot een niveau van +/- 2%, zal de beleidsrente ook terug verlaagd kunnen worden, wat een stimulus betekent voor verdere economische groei en de waardering van financiële activa. De markt gaat hier momenteel volop van uit.

Grafiek 6: Globale aandelenrisicopremie (%)

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research

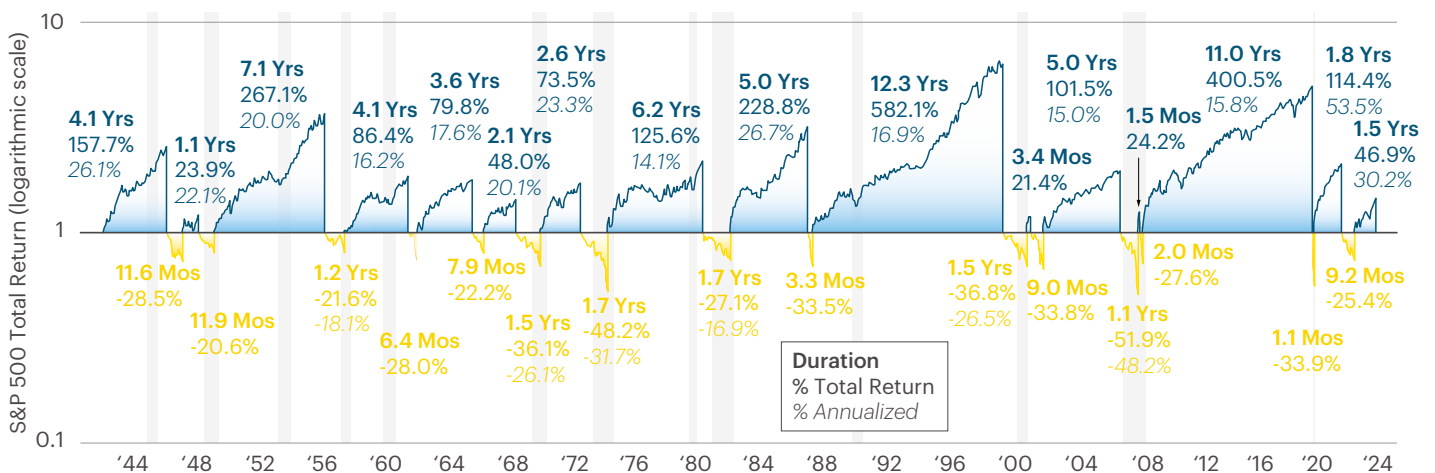


* Implied ERP's are calculated by each regional strategy team. While specific assumptions differ between regions, all are calculated using similar frameworks.

Grafiek 7: Economische cycli

Bron: First Trust Advisors, Bloomberg

● Recession ● Bull Market ● Bear Market



Aan het einde van een stijgende cyclus geraakt de economie oververhit, stijgt de inflatie naar een te hoog niveau en is afkoeling noodzakelijk.

ECONOMISCHE CYCLI

De beurs stijgt of daalt continu, dit doet ze typisch over een samenhangende periode, ofwel een cyclus. Grafiek 7 toont deze cycli voor de Amerikaanse beurs sinds 1942, waarbij enkele zaken opvallen.

Ten eerste zie je dat de stijgende blauwe blokken, “bull markets”, een stuk breder en hoger zijn dan de dalende gele, “bear markets”. Periodes van structurele stijging duren gemiddeld 4.2 jaar met een bijhorend gemiddeld totaalrendement van 148.9%. Op het einde van zo’n periode krijg je steeds een dalende beurs die in het verleden vaker wel dan niet gepaard ging met een recessie – eerder uitzonderlijk dat in 2022 geen recessie plaats vond. Merk ook op dat de C19-crisis die de wereld deed stilvallen in de eerste jaarhelft van 2020 slechts een heel beperkt effect op de beurzen heeft gehad op jaarbasis.

Gemiddeld duren die berenmarkten 11.1 maanden met een verlies van -31.7%. Dat de beurs structureel stijgend is wist u vast wel, maar nu weet u dus ook dat de stijgingen langere periodes bestrijken dan de dalingen.

Een tweede vaststelling betreft de intensiteit van de dalingen. Aan het einde van een stijgende cyclus geraakt de economie oververhit, stijgt de inflatie naar een te hoog niveau en is afkoeling noodzakelijk. Maar die dalingen zijn minder

heftig dan de stijgingen: daarom is het ook steevast ons advies om deze slechte periodes op de beurs gewoon uit te zien. Permanent verlies van kapitaal dien je te vermijden.

Ten derde zien we dat periodes van stijging zich langer doorzetten dan vroeger, waardoor “bear markets” minder frequent voorkomen en ook minder lang duren. Er wordt efficiënter mee omgegaan of er wordt beter op geanticipeerd. Hierdoor lijkt het gecumuleerd verlies tijdens zo’n periode wel groter te zijn geworden.

WAARDERING

En ten laatste komen we bij het nooit oplosbare vraagstuk van waardering. Als een bedrijf of een economie goed presteert staan de beurskoersen hoog en heerst twijfel over de haalbaarheid van de stijgende trend naar de toekomst. Als een bedrijf of een economie slecht presteert staan de beurskoersen laag en heerst twijfel of het ooit nog wel goed komt. **In het eerste geval (“bull market”) is de waardering op de beurs te hoog omdat jouw verwachtingen lager liggen dan de beurs. In het tweede geval (“bear market”) is de waardering ook te hoog omdat jouw pessimistische verwachtingen hier ook nog lager liggen dan de beurs.** Zo was het, is het en zal het altijd zijn op de beurs: een aandelenbelegger dient permanent een muur van zorgen te beklimmen.

Het onoplosbare vraagstuk van waardering

Als een bedrijf of een economie goed presteert (“**bull market**”) is de waardering op de beurs te hoog omdat jouw verwachtingen lager liggen dan de beurs. Daarentegen, als een bedrijf of een economie slecht presteert (“**bear market**”) is de waardering ook te hoog omdat jouw pessimistische verwachtingen hier ook nog lager liggen dan de beurs.

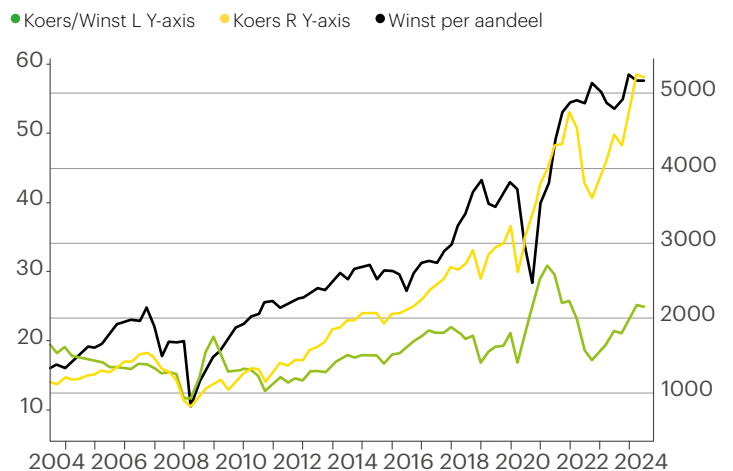
Grafieken 8 en 9 tonen de koers, winst per aandeel en de koerswinstverhouding voor respectievelijk de S&P 500 (VS) en de Euro Stoxx 50 (Europa) over de afgelopen 20 jaar. De verhouding tussen deze drie factoren is zeer simpel, de koers, bepaald door de markt, zou in principe de winst, gerealiseerd door het bedrijf, moeten volgen. Indien de verhouding hoger ligt vanwege bijvoorbeeld optimistische verwachtingen, kan je stellen dat de beurs relatief duur is. Dat betekent eveneens dat indien de koers één op één de winst per aandeel volgt, de beurs ten alle tijden als even duur kan worden beschouwd (of toch o.b.v. dit ene cijfer). Dat is uiteraard niet het geval, want er zit steeds een vertraging op of een oneindig verschil aan verwachtingen bij de marktparticipanten.

Uit al het bovenstaande, kunnen we concluderen dat de huidige verwachtingen positief zijn: de conjunctuur is positief, de inflatie neemt af zonder dat werkloosheid toeneemt, de winnaars hebben hun voorsprong vergroot, de risicopremie ligt weliswaar laag. We zouden dus wel eens voor een nieuwe seculaire groeiperiode kunnen staan. Vreemd genoeg is het des mensen om optimisme eerder als naïef te beschouwen en pessimisme als realistisch. De geschiedenis leert echter dat op economisch vlak de optimisten als winnaars mogen bestempeld – veruit zelfs.

Ook de beurzen bezien de situatie zo schijnbaar. Sinds eind 2022, heeft in beide regio's de koers de winst per aandeel terug bijgebeend. Het uitstekende beursjaar 2023 en eerste kwartaal in 2024, zijn dus niet meer geweest dan het herstel van een voordien scheefgetrokken verhouding (geel veel te diep onder zwart). •

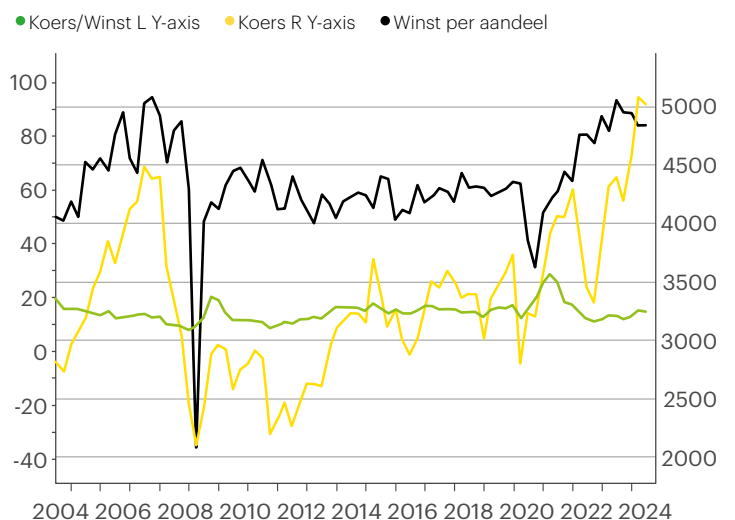
Grafiek 8: S&P - waardering

Bron: Bloomberg 09/04/2024



Grafiek 9: Eurostoxx 50 - waardering

Bron: Bloomberg 09/04/2024



IBA GROUP, de wereldleider in protontherapie, maar niet alleen...

Door Anne-Cécile Rozet, Directeur SDM Brussel



Olivier Legrain Foto: IBA



Anne-Cécile Rozet
Directeur SDM Brussel

Toen Yves Jongen, burgerlijk ingenieur elektronica (UCL) en licentiaat nucleaire wetenschappen, directeur was van het Cyclotron Research Center aan de UCLouvain, kwam hij op het idee om kleine deeltjesversnellers te creëren die speciaal waren aangepast voor klinisch gebruik. In 1986 richtte hij Ion Beam Applications op, een bedrijf dat gespecialiseerd is in de ontwikkeling van innovatieve oplossingen voor de diagnose en behandeling van kanker.

Het was een groot succes, en dat is het nog steeds! In bijna 40 jaar tijd is de kleine spin-off van de UCL uitgegroeid tot een wereldleider in nucleaire geneeskunde en protontherapie, een vorm van radiotherapie waarmee de tumor heel precies kan worden aangepakt terwijl de schade aan het omliggende gezonde weefsel wordt beperkt. IBA ontwikkelt ook dosimetrieoplossingen voor radiotherapie en medische beeldvorming, evenals deeltjesversnellers voor sterilisatie of het verbeteren van de weerstand

van materialen. Olivier Legrain is de huidige CEO. Hij volgt Pierre Mottet op, die Voorzitter van de Raad van Bestuur is.

U bent afgestudeerd in Economie (ULB) en zette uw eerste stappen bij IBA in 1996, maar pas in 2012 werd u CEO. Kunt u ons iets vertellen over uw 28-jarige carrière bij IBA, waarvan u een deel in het buitenland hebt doorgebracht? Wat motiveerde u om deze functie te aanvaarden?

Olivier Legrain: Ik begon mijn carrière bij IBA voordat het bedrijf naar de beurs werd gebracht, toen het nog relatief klein was. We hadden slechts honderd werknemers en onze omzet lag rond de €20 miljoen. Als financieel controller kreeg ik de kans om dit hoogtechnologisch maar toch diep menselijke bedrijf vanuit al zijn verschillende invalshoeken te ontdekken, zowel financieel als operationeel. Vijf jaar later, toen het bedrijf vertienvoudigd was, nam ik het over als hoofd van de divisie Dosimetrie, met hoofdkantoor in Uppsala, Zweden.

Het was mijn eerste expatervaring en een “waaraan mijn gezin en ik goede herinneringen hebben”. In 2004 verhuisden we naar Washington, waar ik het management overnam van de dochteronderneming die gespecialiseerd is in de productie van isotopen voor nucleaire geneeskunde. Deze Amerikaanse ervaring was rijk en essentieel voor mij, aangezien de Verenigde Staten vandaag een van de belangrijkste markten van IBA vormen. Na mijn terugkeer uit de VS besloot ik een sabbatical te nemen om met mijn gezin rond de wereld te zeilen. Tijdens een van onze tussenstops kwamen Yves en Pierre me opzoeken en boden ze me de kans om de leiding van de groep over te nemen. Terug naar Louvain-la-Neuve in 2012. Het was en is nog steeds een grote eer en een geweldige kans om aan het roer te staan van een schip als IBA. De Groep speelt een beslissende rol in de strijd tegen kanker en niets is zo motiverend. Ik ben blij dat ik aan het hoofd sta van zo'n team dat zulke doelen nastreeft en dat we op koers zijn gebleven voor succes en groei. Vandaag zijn we wereldleider in onze vier activiteitsdomeinen en we hebben nog steeds grote ambities.

Wanneer beleefde het bedrijf een fundamentele boom?

Het is moeilijk om een specifiek moment te kiezen, omdat IBA sinds de oprichting continu is gegroeid. Er zijn echter een paar beslissende stappen geweest toen nieuwe markten en nieuwe kansen zich openden. Ik denk hierbij aan de ontwikkeling en installatie van de eerste deeltjesversneller, die het mogelijk maakte om in 2001 de allereerste patiënt met protontherapie te behandelen in een ziekenhuisomgeving in Boston, in samenwerking met onderzoekers en oncologen van de Harvard University. Vervolgens was er in 2010 de Cyclone® 70, de eerste cyclotron met hoog vermogen, die de mogelijkheid opende om isotopen op grote schaal te produceren. Vandaag de dag lijken zich nieuwe perspectieven te openen op het gebied van sterilisatie met elektronenbundels of röntgenstralen, die een ideaal alternatief vormen voor bestaande oplossingen die giftiger zijn en beperkte middelen hebben.

IBA heeft 4 business units: protontherapie, dosimetrie, RadioPharma oplossingen en industriële



sterilisatie. Vertel ons meer. Wat is hun marktaandeel? Hoe zijn ze wereldwijd gepositioneerd? Protontherapie is de meest geavanceerde vorm van radiotherapie. We hebben waarschijnlijk de meest complete en betrouwbare oplossing in deze zeer specifieke markt. Bijna één op elke twee protontherapiecentra ter wereld is uitgerust met een IBA-versneller. IBA Dosimetrie ontwikkelt instrumenten en toepassingen om apparatuur te kalibreren en radiotherapie- en medische beeldvormingsbehandelingen te doseren. We kunnen niet echt spreken over marktaandeel in dit domein, gezien de diversiteit van producten en toepassingsgebieden, maar we kunnen zeker stellen dat IBA een van de belangrijkste spelers is in de dosimetriesector. RadioPharma Solutions ontwerpt versnellers voor de productie van isotopen (radioactieve tracers die gebruikt worden in de nucleaire geneeskunde). Industrial Solutions creëert versnellers voor sterilisatie door middel van E-beam en X-Ray en voor het verbeteren van de sterkte van materialen door cross-linking. Ook op deze twee gebieden zijn we wereldmarktleider.

Verkoopt u uw apparatuur over de hele wereld?

Ja. Europa, Noord-Amerika en Azië zijn elk goed voor ongeveer 30% van onze verkoop. De overige 10% is verspreid over de rest van de wereld.

IBA Dosimetrie ontwikkelt instrumenten en toepassingen om apparatuur te kalibreren en radiotherapie- en medische beeldvormingsbehandelingen te doseren.

Zijn jullie technologieën toegankelijk voor iedereen?

Vanwege hun complexiteit en de hoogte van de investering die ermee gemoeid is, worden onze machines meer verkocht in de meer ontwikkelde landen. De situatie verandert echter en we zien een groeiende vraag in opkomende landen. Het belangrijkste onderwerp is de strijd tegen kanker. We kunnen alleen maar blij zijn.

Wat is jullie missie?

We hebben IBA's missie gedefinieerd als **“Levens beschermen, verbeteren en redden”**. Dat zegt alles. Niets is inspirerender dan de zorg voor de gezondheid en het welzijn van mensen. Het geeft betekenis aan wat we elke dag doen. Ik hoor IBA-medewerkers vaak zeggen dat we weten waarom we 's ochtends opstaan.

IBA is een van de weinige beursgenoteerde bedrijven die het “B-Corp” label heeft gekregen. Hoe belangrijk is duurzaamheid voor jullie?

Het is essentieel en ik ga ervan uit dat we geen keus hebben. IBA heeft altijd op deze manier over duurzaamheid nagedacht. Al onze activiteiten - industrieel, commercieel, R&D, enz. - worden bekeken vanuit het oogpunt van hun impact op alle belanghebbenden van het bedrijf: onze aandeelhouders, maar ook onze werknemers, onze klanten, de gemeenschap en de planeet. Het is onze verantwoordelijkheid om ervoor te zorgen dat het juiste evenwicht wordt gevonden tussen hun respectieve belangen. Deze benadering blijft niet bij woorden, maar staat in onze statuten en wordt vertaald in concrete acties.

Met dit in gedachten hebben we overwogen om de B Corp-certificering te behalen, die de prestaties van een bedrijf beoordeelt aan de hand van enkele van de strengste normen ter wereld op het gebied van maatschappij, milieu, transparantie en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Dit prestigieuze label, dat internationaal wordt erkend als een van de meest uitgebreide en veeleisende op zijn gebied, getuigt van de effectieve inzet van

ons bedrijf voor doelstellingen die zowel het collectieve belang als dat van onze aandeelhouders dienen. Het verkrijgen van het label is echter geen doel op zich. We zien het als een hulpmiddel en de beoordeling die tot onze B Corp-certificering heeft geleid, heeft ons vooral in staat gesteld om de gebieden te identificeren waarop we ons kunnen verbeteren. Sinds onze certificering in 2021 hebben we ongeveer vijftig initiatieven op dit gebied gelanceerd.

Nu uw bedrijf beursgenoteerd is en in real time door de markten wordt gevolgd, verklaarde u in een interview met L'Echo op 08/12/2020¹ dat “een bedrijf om veel meer draait dan winstmaximalisatie”. Wat bedoelt u hiermee? Hoe kunt u “winstgevendheid” verzoenen met “maatschappelijke impact”?

Vanuit mijn gezichtspunt is een bedrijf een voertuig voor menselijke vooruitgang. Het doel is om het voortbestaan van het bedrijf te garanderen en, bij uitbreiding, de vervulling van zijn sociale missie. Winstgevendheid is zeker een essentiële factor, maar moet op de middellange tot lange termijn worden gezien. Winstmaximalisatie op korte termijn is een opportunistische visie die alleen tegemoetkomt aan de korte termijn verwachtingen van het geld gegrondveste kapitalisme. Een dergelijke benadering leidt bedrijven naar een doodlopende weg.

Hoeveel van jullie omzet wordt besteed aan R&D?

We investeren meer dan 10% van onze omzet in R&D. In 2023 was dit goed voor €48 miljoen op een omzet van €429 miljoen. In een sector als de onze, en als marktleider, is dit essentieel.

Hebben jullie geïnvesteerd in digitale ontwikkeling? Zou het gebruik van AI een grote rol kunnen spelen in uw bedrijf?

Ja, kunstmatige intelligentie zal een steeds grotere rol gaan spelen in onze activiteiten. Dit is al het geval bij protontherapie. Al onze sites zijn met elkaar verbonden en dankzij de voortdurende toegang tot



Foto: IBA

hun gegevens kunnen we hun prestaties in realtime meten, onmiddellijk ingrijpen bij storingen, storingen voorkomen, onderhoudskosten rationaliseren en de levensduur van onze apparatuur optimaliseren. We hebben ook een aantal projecten gelanceerd om te kijken naar de mogelijkheid om meer AI en gegevensbeheer te integreren in onze management- en operationele managementprocessen en in R&D, ten voordele van het bedrijf, onze klanten en patiënten.

Terwijl de behandeling van kanker uw belangrijkste focus blijft, denkt u dat u uw technologie zou kunnen uitbreiden naar andere behandelingen zoals sterilisatie of het tegengaan van vervuiling?

We zijn al actief op het gebied van sterilisatie, en niet alleen in de medische sector. Onze oplossingen worden al gebruikt in de farmaceutische, cosmetische, voedingsmiddelen- en verpakkingindustrie. We zijn ook gestart met onderzoek op verschillende milieugebieden. We denken bijvoorbeeld na over oplossingen om water te ontsmetten van PFAS (eeuwige vervuilers) of voor bodemsanering. Er zijn veel mogelijkheden... helaas!

¹Podcast 7 « Hors Pistes » L'Echo 08/12/2020 par Nicolas Becquet



IBA in cijfers

Opgericht in 1986 - Beursgang: 1998

€13,62 ↑19,47% YTD

Data as at 07/05/2024



4

Hoofdactiviteiten: protontherapie, dosimetrie, radiofarmaceutica en sterilisatie

€412,44m

Marktkapitalisatie

2000

Werknemers wereldwijd

+130.000

Aantal patiënten behandeld door een protontherapie-systeem van IBA wereldwijd. (één op twee protontherapiepatiënten)

€429m

Omzet in 2023

1000

Werknemers Louvain-la-Neuve

+650

Aantal werkende versnellers (protontherapie, radiofarmaceutische productie en sterilisatie)

€1,4 miljard

Totale orderportefeuille

72

Protontherapiecentra

Ondervindt u in het huidige geopolitieke klimaat bevoorradingsproblemen?

Zoals in de meeste sectoren hebben we te maken gehad met tekorten aan bepaalde grondstoffen en componenten, maar misschien in mindere mate dan sommigen, aangezien het grootste deel van onze toeleveringsketen zich in België bevindt. Aangezien we aanwezig zijn in China, waren we ook al in een vroeg stadium op de hoogte van de situatie en konden we de nodige maatregelen nemen, vooral op het vlak van het voorlopige beheer van onze voorraden. Vandaag lijkt alles weer normaal te zijn.

Nu de orderportefeuilles blijven groeien (1,4 miljard euro het einde van 2023), wilt u dan nog steeds de "lokale wortels" bevorderen door talent van eigen bodem aan te werven?

Dat wil ik zeker. Dat was de doelstelling van Yves Jongen toen hij IBA oprichtte: kwaliteitsjobs ontwikkelen in België. Lokale verankering is een essentiële dimensie van het DNA van ons bedrijf. Maar door de aard van onze activiteiten, die zeer internationaal zijn, staan we ook zeer open voor de wereld. Vandaag is één op twee IBA-werknemers buiten België gevestigd. Er zijn niet minder dan 60 nationaliteiten onder onze 2000 werknemers. Deze grote verscheidenheid is een echte troef.

Hebben jullie nog steeds een partnerschap met de HERA (Higher Education & Research Awards) Awards? Kunt u uitleggen wat de HERA Awards inhouden en wat dit partnerschap inhoudt?

We steunen het HERA-initiatief nu al bijna tien jaar. Elk jaar worden de prijzen uitgereikt voor dissertaties en doctoraatsthesisen met betrekking tot duurzame ontwikkeling. We steunen het initiatief niet alleen financieel, maar zijn ook betrokken bij de selectie van de winnaars. Dit is heel logisch in de context van onze aanpak en verantwoordelijkheid op het gebied van duurzaamheid. Het is ook een manier om onze relatie met de academische wereld, die onze toekomstige werknemers opleidt, te ondersteunen en te onderhouden.

Wat zou je grootste uitdaging zijn in de komende jaren?

Er zijn er zoveel! Om maar meteen met de deur in huis te vallen: meer mensen toegang geven tot de technologische oplossingen die we ontwikkelen om de gezondheid en het welzijn te verbeteren.

Welk advies zou je jonge afgestudeerden geven die in deze sector beginnen?

Doe dingen met passie. Dat leidt tot alles! •

Onze missie: "Levens beschermen, verbeteren en redden"

Inflation, deflation and stagflation

By *Marsel Paraev*, Senior Portfolio Manager



Our readers know that in our previous editions we've already talked about inflation and its negative effects on economic agents and the economy overall. Now that it's accepted that inflation is real and it is here, I would like to discuss all the concepts related to the general level of prices in the economy: inflation, deflation and stagflation. In order to be perhaps, more relevant, we will try to see how our discussion can be useful in the light of an investment portfolio with embedded measures to alleviate the risks involved.

As a reminder let's start with their definitions and for simplicity sake, I will use the same online source, Investopedia, to define each of them:

- **Inflation** is a rise in prices, which can be translated as the decline of purchasing power over time
- **Deflation** is a general decline in prices for goods and services, typically associated with a contraction in the supply of money and credit in the economy
- **Stagflation** is an economic cycle characterized by slow growth and a high unemployment rate accompanied by inflation

Let us start with the effects of inflation. It is widely accepted that high inflation is bad because it eats purchasing power

hence it alters the standard of living of a given region or economy. Now that it is back, after a prolonged period of absence which was enabled by several factors such as globalization, innovation and productivity increase, we see that Central Banks have the tools and knowledge on how to fight inflation.

However, what about the other 2 possible economic conditions? Deflation and stagflation, are perhaps even worse than inflation. Using the definition, we can quickly see what can be a considerable problem in the case of deflation.

In the second half of the last century, there were many innovations such as credit cards which have contributed to the development of the credit industry overall. This in turn, helped create a consumer-based economy which is a significant part of the US GDP contribution today. The principle is fairly simple, the ample availability of credit gave the possibility to every consumer to spend more than earn. Hence, increasing demand which helped to fine tune the level of inflation through credit expansion or contraction.

So, if deflation comes back, it implies a postponement of consumption which usually has an impact on credit and the result is a shrinking economic activity with

heavy consequences. In the same time, most of the budgets, if not all, are built on the assumption that there will be growth. If there is no growth, then budgets are not balanced, because there are less revenues and less taxes which creates complicated situations for many economic participants.

In their paper, Ben Bernanke and Harold James (1990), study the concept of deflation in length, but for the sake of this article, I will put forward only a few excerpts:

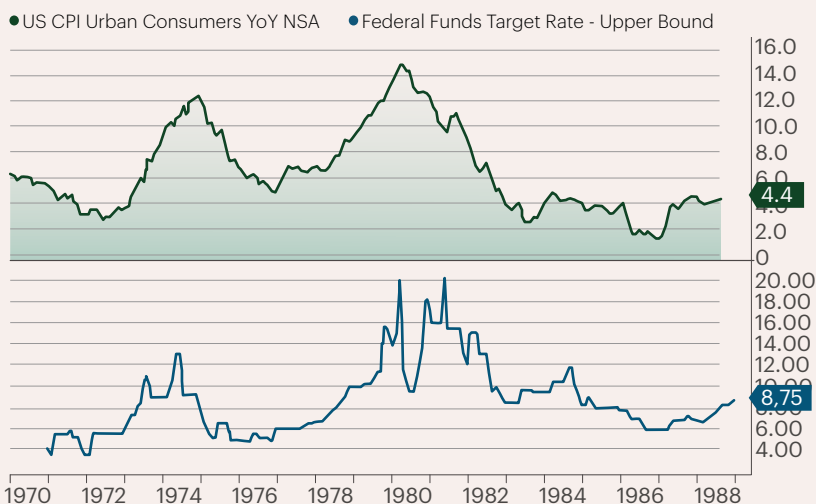
- "Our focus, however, is on a channel of transmission that has been largely ignored by the recent gold standard literature; namely, the disruptive effect of deflation on the financial system"
- "However, we do not want to lose sight of a second potential effect of falling prices on the financial sector, which is "debt deflation" (Fisher 1933; Bernanke 1983; Bernanke and Gertler 1990). By increasing the real value of nominal debts and promoting insolvency of borrowers, deflation creates an environment of financial distress in which the incentives of borrowers are distorted and in which it is difficult to extend new credit. Again, this provides a means by which falling prices can have real effects."

In the above extracts from the paper, we see a few interesting points particularly relevant for our current environment.



Graph 1: US Consumer Price Inflation and Fed Funds Target Rate in the 70's and 80's

Source: Bloomberg, data as of 20/4/2024



In the US, the government debt is above 120% of GDP, the overall liabilities are estimated to be even bigger and the deficit published in March 2024 is -6.44%. You probably read about this in the media, but all of this is happening while there is strong employment, economic growth and the US is not a direct party to an important geopolitical conflict. These conditions are not sustainable according to history and in my view deserve closer attention. So, what are the possibilities that an investor may be contemplating?

The US is still the dominant world economic power, backed by its innovation capacity and a major advantage: the reserve currency status of the dollar.

Given, their particular set of circumstances, the United States could manage their debt avoiding too much pain. However, the most prominent investors express their doubts (some have been for years). This leaves us with 2 options, either they do manage, in which case things could continue according to our current environment, or they will experience problems.

In the latter case, many changes may happen which will eventually lead to a devaluation of the dollar. Given the US Government wants to avoid a default at all prices, they will print money which is likely to cause inflationary pressures.

Stagflation is a tricky situation because when authorities seek to fight unemployment, several kinds of economic support are deployed which, in a period of inflation, can or even are inflationary which have an undesired side effect. So, the situation the Central Banks would like to observe is an inflation close to 2%.

The point is not to predict but to prepare for any potential outcome. I will end this paper with a few open questions:

- **What if, like in the late 70's there is another spike in inflation after the decline we witnessed?**

AI will significantly increase productivity in many industries, but no one knows how big this will be. Usually, the expectations are too high in the short term, but... things may take more time to be implemented.

- **What if the US starts showing signs of a weakening currency?**

Even, if there is not one single reserve currency, to replace the USD, there may be a basket of EUR, CHF, ... for instance. In its book, "Business adventures", John Brooks goes through the GBP downfall when the British Empire started losing its glow, the Brits couldn't figure out who was attacking their currency. In the end, they understood that large international corporations were short selling GBP to cover their international operations in pounds which accelerated the fall.

With all the above being said, our team builds balanced portfolios that take into account the different outcomes. It is statistically demonstrated that what matters is the time in the market and not the market timing. •

Sources: The gold standard, deflation, and financial crisis in the great depression: an international comparison, Ben Bernanke and Harold James (1990), www.investopedia.com

Joël Gorsele, CEO Intervest

By *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy

Intervest is een vastgoed investeringsgroep met activiteiten in België en Nederland. Na een succesvol overnamebod van TPG, een Amerikaanse alternatieve activabeheerder, verdween Intervest dit jaar van de beurs. We interviewen Joël Gorsele, de CEO van Intervest over de overname, de huidige trends in de vastgoedmarkt en wat we van Intervest in de toekomst kunnen verwachten.



Joël Gorsele, CEO Intervest. Foto: tijd.be

Hoe is je carrière in vastgoed begonnen en wat bracht jou bij Intervest?

Joël Gorsele: Ik ben begonnen bij Deloitte; eerst in audit en vervolgens in corporate finance met een focus op vastgoedtransacties. Mijn focus lag al sinds het begin in vastgoed, zo deed ik de audit van WDP, Cofinimmo en Immobel. Het eerste deel van mijn carrière was gericht op een adviserende rol. Daarna ben ik naar de corporate kant overgestapt bij Petercam als equity analyst. Een van de belangrijkste wijzigingen was dat je als equity analyst graag gezien bent door bedrijven. Enerzijds hebben de bedrijven jou nodig en langs de andere kant heb jij ze nodig. Plots heb je dus de gsm-nummers van de CEO's en CFO's (die ook opnemen als je belt) terwijl je nog vrij jong bent. Hierdoor leer je heel veel en verneem je interessante informatie over de strategie van de beursgenoteerde vastgoedbedrijven. Op deze manier ben ik in contact gekomen met institutionele investeerders in Parijs, Amsterdam en

natuurlijk ook België. Naderhand ben ik overgestapt naar de privé-kant bij Redevco, eigendom van de familie Brenninkmeijer, waar ik startte in België als de rechterhand van de CFO. Daarna ben ik als investment manager voor de Europese divisie van Redevco gaan werken, waaronder ook een tijd in Londen. Na 7 jaar bij Redevco en het opzetten van een aantal investeringsfondsen, kwam een CIO-positie bij Intervest in België vrij. Vandaag ben ik één jaar CEO van Intervest.

Jullie werden recentelijk overgenomen door TPG, een welgekende Amerikaanse alternatieve activabeheerder. Hoe verliep de overname?

De overname werd getriggerd door het feit dat de beurskoers van Intervest heel laag stond. Een combinatie van factoren lagen aan de basis: de hoge rente, de oorlog in Oekraïne, een verandering in het management van Intervest, onzekerheid door de kantoorgebouwen in de portefeuille, ... De beurskoers lag dermate veel onder de NAV¹ dat op een bepaald moment, deze discount liefst 40% à 50% bedroeg. Voor Intervest blokkeerde dit de toegang tot kapitaal. We hadden de keuze om nieuwe aandelen uit te geven om de schuld te verlagen maar daar geraak je niet ver mee. Aan de andere kant waren er meer concurrenten geïnteresseerd in ons bedrijf. Als beursgenoteerd bedrijf waren we sterk gereguleerd door het FSMA. Het was belangrijk dat de uiteindelijke beslissing het beste was voor de aandeelhouders. Geïnteresseerde partijen moesten een gedetailleerd bod met o.a. de prijs, de manier van financiering, het businessplan, etc. voorleggen. In de Raad van Bestuur, hebben we de verschillende offertes grondig vergeleken en de winnaar zo snel mogelijk bekend gemaakt.

¹ NAV: Net Asset Value, netto actiefwaarde



Greenhouse Antwerp, green façade containing 50.000 live plants Foto: Interinvest.be

Wat is de impact van de overname op de strategie van Interinvest?

Voor de overname was de strategie al om afstand te nemen van onze kantoren en te focussen op logistiek vastgoed. Dit zal vandaag zo blijven. We hebben over de voorbije periode 1 kantoorgebouw per 2 maanden verkocht aan institutionele en private investeerders. We willen doorzetten op logistiek vastgoed en verder kijken dan onze huidige landen België en Nederland. We hebben vandaag een portefeuille van EUR 1,4 miljard en beogen om te groeien naar EUR 4 à 5 miljard. Onze naam werd afgekort naar Interinvest.

Interinvest heeft als doel om 90% van de kantoorgebouwen te verkopen om te focussen op logistiek vastgoed. Wat dreef de beslissing om te focussen op logistiek vastgoed?

De voornaamste reden was dat we al een grotere focus hadden in logistiek en enkel een beperktere focus in kantoorgebouwen. De kantoorgebouwen zijn goed voor EUR 300 miljoen van de EUR 1,4 miljard in totaal. Ten tweede is kantoorvastgoed moeilijker schaalbaar als product omdat elke

klant specifieke vereisten heeft i.v.m. locatie, duurzaamheid, verlichting, interieur, etc. Je hebt een uitgebreid team nodig voor kantoren. De looptijd om je kantoorpand te hernieuwen is dus langer en heeft een grotere impact op je kasstroom.

Ik zie echter wel nog opportuniteiten in kantoorgebouwen. Zo is er bijvoorbeeld een grote vraag naar kantoren met een goede locatie. Zelfs al zijn vele bedrijven ingekrompen na corona, toch is de capaciteit vereisten van kantoorgebouwen niet veel gedaald. Dit komt omdat alle werknemers gewoonlijk dezelfde dag naar kantoor komen.

Waarom hebben we dan toch besloten om kantoren verkopen? Het is een markt die moeilijker te anticiperen is dan logistiek. Je weet niet wie wanneer wat gaat zoeken. Dat is bijvoorbeeld gemakkelijker bij logistiek. Bovendien heb je meer schaalvoordelen bij logistiek waardoor je met een kleiner team meer vastgoed kan beheren. De winstmarges liggen daarom hoger bij logistieke spelers. De aanvangsrendementen bij kantoren liggen wel hoger dan bij logistiek vastgoed.

Voor de overname was de strategie al om afstand te nemen van onze kantoren en te focussen op logistiek vastgoed. Dit zal vandaag zo blijven.

De combinatie van lagere vastgoedwaarderingen (door hogere renten) en toenemende regelgeving rond o.a. duurzaamheid hebben de vastgoedsector zwaar getroffen. Wat is jouw visie op de huidige Europese vastgoedmarkt?

Inderdaad zijn de vastgoedwaarden over de afgelopen jaren sterk gedaald. Toch is de impact beperkt op grote beursgenoteerde spelers omdat deze een buy & hold strategie aannemen. In de huidige markt zijn vooral de vastgoedontwikkelaars het zwaarste afgestraft. Dit merk je op de beurs zoals o.a. VGP want naast de onzekerheid rond de exit prijs heb je de vergunningsproblematiek. Het proces duurt langer en is meer onzeker door de toename in het aantal partijen die moeten geraadpleegd worden voor een goedkeuring.

Echter, twee zaken zijn belangrijk voor beursgenoteerd vastgoed. Ten eerste is rentestabiliteit belangrijk in de vastgoedmarkt. Op zich is een hoge rente geen probleem als die stabiel is, want je kan daarop handelen en investeren. De meeste beursgenoteerde vastgoedspelers hebben hun rentebetalingen voor 90% tot 100% ingedekt tegen hogere renten. Dit maakt dat de winst van beursgenoteerde vastgoedspelers redelijk voorspelbaar en stabiel is. Dit is cruciaal voor de banken die financiering verstrekken en natuurlijk ook de beleggers. Ten tweede hebben veel beursgenoteerde bedrijven vaak een significant lagere schuldgraad dan privé-investeerders. Een schuldgraad van 30 - 50% is de regel voor beursgenoteerde spelers.

Wat is de impact van de hogere rente op de activiteiten van Intervest?

De hogere rente, de druk op de vastgoedwaarde en de hoge schuldgraad was de doodsteek van Intervest 1.0. Dit heeft ertoe geleid dat eens de schuldgraad op 50% stond, we niet meer konden investeren. Momenteel hebben we een kapitaalcrachtige partner in TPG waardoor we opnieuw kunnen investeren. Het is een dubbel snijdend zwaard want het is interessanter om te investeren wanneer de waarderingen laag staan. Aan de andere kant zijn er minder dossiers die naar de markt komen. Partijen die niet wensen te verkopen, moeten het niet. Daarom is het huidige marktaanbod laag. De dossiers die vandaag naar de markt komen zijn dus interessant omdat de huidige rentestand is ingeprijsd waardoor je een mooi rendement kan halen.

De vraag naar datacenters stijgt enorm door de nood aan toenemende rekenkracht voor o.a. AI. Is dit een sector waar jullie in de toekomst misschien ook in deelnemen?

TPG investeert ook in datacenters via haar afdelingen in o.a. San Francisco, New York en Londen. Indien we een dossier over datacenters zien passeren, zullen we dit met TPG bespreken. Echter TPG zal dit zelf opvolgen, Intervest zal enkel focussen op logistiek vastgoed in Europa.



² P&L: Profit & Loss, winst & verlies

Heeft Intervest plannen om geografisch uit te breiden?

Naast België hebben we reeds een portefeuille van EUR 300 MIO in Nederland. We hebben concrete plannen om uit te breiden naar 2 à 3 landen, logischerwijs onze buurlanden Frankrijk en Duitsland, zodanig dat we een portefeuille hebben van 4 à 5 landen. We hebben voorlopig nog geen team in deze nieuwe target landen maar plannen om op termijn ook mensen aan te nemen voor deze nieuwe regio's.

Zijn er grote verschillen tussen de Amerikaanse en Europese vastgoedmarkt?

Ten eerste wordt er in de VS veel meer speculatief gebouwd dan Europa. Ten tweede, staat er in Amerika veel meer vastgoed per inwoner. Daarnaast zijn de prijzen van Amerikaans vastgoed veel hoger dan Europa en wordt er als gevolg sneller gesnoeid in het vastgoed budget van een bedrijf omdat deze een sterke impact heeft op de P&L². In Amerika wonen mensen meer verwijderd van hun kantoor en ligt de pendeltijd dus hoger in grote steden. Ook is de gemiddelde kantooroppervlakte veel kleiner, ongeveer 6m² per werknemer in de VS t.o.v. 15m² in Europa. Deze factoren maken dat de drempel om naar kantoor te komen veel hoger ligt. Andere vereisten rond duurzaamheid zijn een kopzorg in Europa. Maar ook in de VS, is de duurzaamheid vooral bij institutionele spelers belangrijk.

Zijn er volgens jou vandaag opportuniteiten in de Belgische en Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt?

Vandaag kan je in een beursgenoteerd bedrijf instappen waar de koers onder de waarde van de stenen ligt. Daarboven krijg je nog eens gratis een managementteam met een sterk trackrecord en een fiscaal interessant dividend. Immers bijna alle vastgoedbedrijven handelen vandaag onder hun NAV behalve WDP en ander logistieke vastgoedspelers. Daarboven blijft de vraag naar logistiek, sociaal en residentieel vastgoed sterk. Dus als je ook deze trend vaststelt en aangezien de marktwaarde onder die van de stenen ligt dan geldt voor

Tabel 1: Vergelijking van de Belgische vastgoedmarkt. De beursgenoteerde vastgoedspelers noteren aan een discount behalve deze in de logistieke sector (in oranje).

Bron: Bloomberg. Data van 29 april 2024.

Name	Market Cap (EUR)	Premium / Discount to NAV Per Share %	Dividend Yield (%)
WDP	5.433.181.111	20,58	4,52
AEDIFICA	2.862.517.164	-19,15	6,31
VGP	2.677.277.707	19,09	3,26
COFINIMMO	2.279.459.450	-37,18	10,00
MONTEA NV	1.607.707.131	7,69	4,68
XIOR STUDENT HOUSING NV	1.038.754.796	-34,07	4,67
RETAIL ESTATES	938.725.831	-12,44	7,66
CARE PROPERTY INVEST	488.992.372	-29,77	7,56
NEXTENSA	465.597.848	-43,64	3,22
HOME INVEST BELGIUM	320.858.710	-20,53	13,51

mij: "Buy the trend, get the rest for free". De beurs is vandaag interessanter dan zelf je eigen vastgoed te hebben, zelf huurders te zoeken en zelf het management te doen. De lagere schuldgraad van 35 à 50% bij beursgenoteerde vastgoedbedrijven t.o.v. een typisch veel hogere schuldgraad bij privé is een natuurlijke bescherming. De visibiliteit van beursgenoteerde spelers is immers hoog daar ze hun panden in hun resultaten tonen. Je kan bovendien perfect zelf je huiswerk doen en de panden zelf gaan bekijken. Ik denk dus dat er zeker opportuniteiten zijn op de Belgische beurs. Bovendien heb je op de beurs de liquiditeit dat je eenvoudig en snel kan in- en uitstappen. •

"Buy the trend, get the rest for free". De beurs is vandaag interessanter dan zelf je eigen vastgoed te hebben, zelf huurders te zoeken en zelf het management te doen.

8 FAVORIETE AANDELEN

Door *Laurence De Munter*, CFA, Investment Strategy



Laurence De Munter
CFA, Investment Strategy

Iberdrola is een belangrijke investeerder in groene waterstof. De elektriciteitsvraag zou in de komende jaren sterk toenemen niettemin door de significante groei van datacenters voor AI.

D'IETEREN

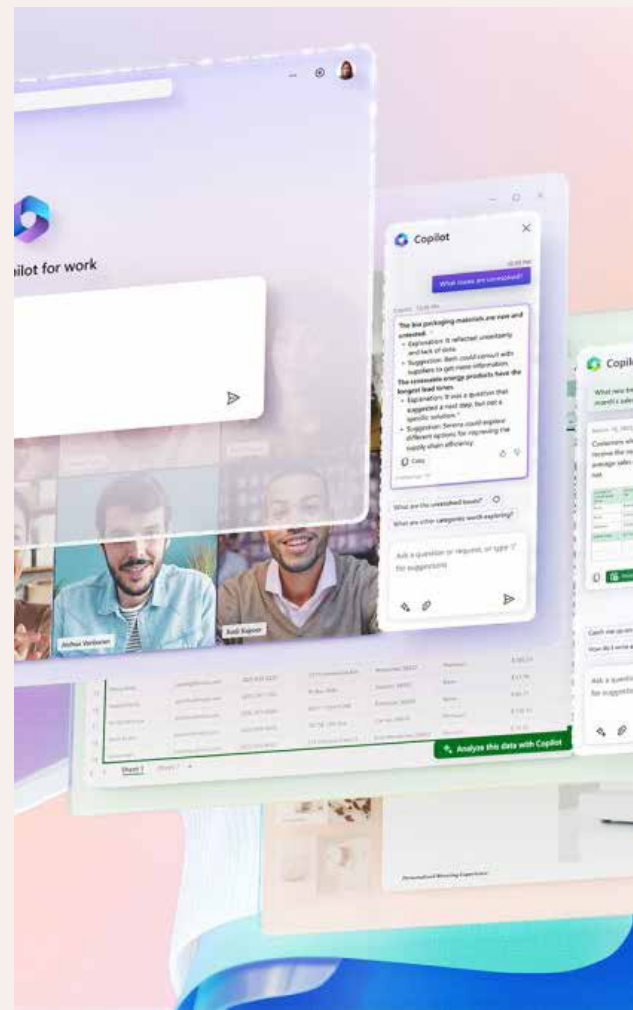
De Belgische familiale holding D'Ieteren speelt vooral in op de auto-industrie, een typisch cyclische sector. Toch is D'Ieteren eerder defensief dankzij zijn 50% participatie in Belron, de wereldleider in het herstellen van autoglas met activiteiten in 37 landen waarvan de VS goed is voor 60% van het resultaat. Zijn tweede grootste activiteit is autodistributeur waar het de topplaats inneemt in België met een marktaandeel van 25%. D'Ieteren is interessant dankzij de belangrijke groeivoorzichten, de korting ten opzichte van de onderliggende waarde van zijn participaties en het feit dat de familie D'Ieteren/Perrier 60% van de aandelen in handen heeft. Daarboven is een verhoging van het dividend en het aandelenaankoop programma van 100 MIO EUR een mooie bonus.

IBERDROLA

Iberdrola genereert en distribueert energie in Spanje, het VK, de VS, Portugal en Latijns-Amerika. Dit nutsbedrijf specialiseert in duurzame energie waaronder gas, wind-, zonne-, en nucleaire energie. Daarnaast is het een belangrijke investeerder in groene waterstof. De elektriciteitsvraag zou in de komende jaren sterk toenemen niet in het minst door de significante groei van datacenters voor AI.



Foto: iberdrola.com



Bovendien tonen geopolitieke conflicten aan dat er een noodzaak is aan verschillende energiebronnen. Daarom is Iberdrola, met zijn dividendrendement van 4,3% goed geplaatst om van deze trend te genieten.

META

Meta domineert de sociale mediawereld met o.a. Facebook, Instagram en Whatsapp. De groei van reclameopbrengsten, het stijgende aantal gebruikers en de vele AI-toepassingen maken Meta interessant. Meta handelt aan een verwachte PEG-ratio van 1,24 wat aanduidt dat de prijs niet al te duur is m.b.t. zijn verwachte winstgroei. Ook kondigde Zuckerberg een 80 MIA-dollar aandeleninkoopprogramma aan en keert Meta voor het eerst een dividend uit. Daarnaast staat haar concurrent TikTok, in handen van het Chinese ByteDance, onder druk om haar Amerikaanse activiteiten te verkopen. Dit zou Meta een nog sterkere marktpositie kunnen geven.

MICROSOFT

Prijzetter, marktleider en innovator maken van Microsoft een 'must have' in elke portefeuille. De AI-gedreven Cloud activiteiten vormen vandaag de voornaamste groeimotor maar ook de andere activiteiten zoals Office, Windows en LinkedIn blijven groeien. De lancering van Copilot om AI te integreren in IT-systemen met als doel de productiviteit te verbeteren is een enorm succes. Met de overname van Activision Blizzard en de XBOX-divisie heeft Microsoft de ambitie om nummer 1 te zijn in gaming. Microsoft geniet van hoge winstmarges dankzij zijn superieure prijszettingmacht en heeft een gezonde balans waardoor het conjunctuurbestendig is.

NOVO NORDISK

Novo Nordisk is de wereldwijde specialist in diabetes en obesitas met zijn behandelingen die zijn ontwikkeld op basis van GLP-1, een hormoon dat de insulinesecretie stimuleert na een maaltijd. De vraag naar GLP-1 neemt sterk toe, een markt waar Novo Nordisk vandaag een hoog marktaandeel heeft maar waar de concurrentie, zoals Eli Lilly ook snel toeneemt. Het heeft een sterke prijszettingmacht via zijn patenten, een hogere vraag dan aanbod, en een rendement op eigen vermogen van liefst 99,9%, want deze medicijnen zijn peperduur. Novo Nordisk's uitzonderlijk sterke financiële positie vertaalt zich in gerichte overnames en significante uitbreidingsinvesteringen waardoor het streeft om zijn topositie in de markt te behouden.

SAP

SAP, het grootste Europees IT-bedrijf en tevens wereldleider in business ERP-systemen verwacht een sterk groei dit jaar. Hun huidige cloud backlog – de hoofdindicator voor cloud groei,

bereikte immers het nieuwe record van 27%. Naast zijn AAA MSCI ESG rating, geniet SAP van hoge switching kosten zodat 77% van zijn omzet voorspelbaar is dankzij langlopende contracten. Met zijn unieke marktpositie heeft SAP een ijzersterke balans en toenemende kasstroom. De inzet op Business AI samen met de double-digit cloud groei maken SAP interessant. SAP betaalt bovendien een gul dividend.

VINCI

Vinci is de wereldleider in het bouwen en beheren van autowegen, luchthavens en energie-infrastructureur in 120 landen. Vinci's thuismarkt Frankrijk is goed voor 45 procent van de omzet, maar vooral het internationale segment is interessant, want de groei daar ligt veel hoger. Dankzij de stijging van het aantal vliegtuigpassagiers en de sterke groei van zijn orderboek steeg het bedrijfsresultaat in 2023 met 23 procent. Met Vinci speel je in op de nood aan infrastructuur, waaronder de energietransitie. Vinci heeft een sterke kasstroom, een aandeleninkoopprogramma en een mooi dividendrendement van circa 4 procent.

WAREHOUSES DE PAUW

Rentstijgingen hebben vastgoedaandelen zwaar getroffen. Echter de rentepiek ligt achter de rug en de vraag naar logistiek vastgoedsector blijft stijgen. Met familie De Pauw als referentieaandeelhouder, specialiseert WDP zich op logistieke vastgoed in Europa. WDP heeft een gezonde balans, stijgende huurinkomsten door o.a. automatische inflatie indexeringen en een lage LTV (Loan to Value ratio) van 33,7%. De kwalitatieve eigenschappen gecombineerd met de uitzonderlijk lage schuldkost van 1,7% maken dat WDP zijn premium waard is. Daarnaast geniet de aandeelhouder van een mooi dividend rond 4% dankzij WDP's GVV-status. •

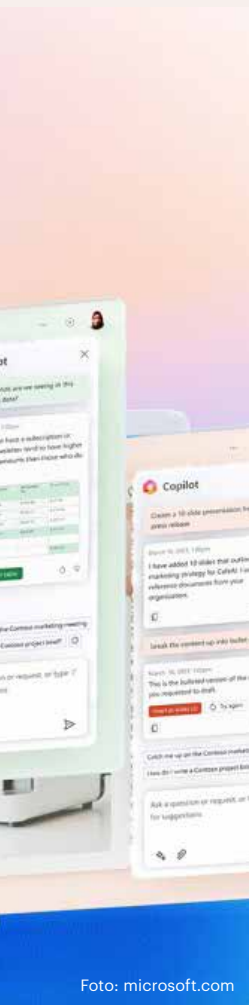


Foto: microsoft.com



Foto: novonordisk.com



Foto: vinci.com



Zijn meerwaarden op aandelen altijd vrijgesteld?

Door *François Collon*, advocaat aan de Balie van Brussel.

Het traditionele debat over de belasting van meerwaarden op aandelen komt net als een zeeslang steeds weer naar boven tijdens verkiezingen. België is immers een uitzondering en stelt dergelijke meerwaarden (in principe) vrij van personenbelasting. Dit belastingstelsel draagt ertoe bij dat het gezien wordt als een belastingparadijs voor investeerders, terwijl het traditioneel wordt beschouwd als een fiscale hel voor werknemers. In deze bijdrage gaan we dieper in op het fiscale lot van meerwaarden op aandelen in het kader van de personenbelasting.

DRIE SOORTEN MEERWAARDEN OP AANDELEN

Artikel 90, 9^o, 1^e streepje van het Wetboek van de inkomstenbelastingen 1992 bepaalt dat meerwaarden "verwezenlijkt naar aanleiding van de overdracht onder bezwarende titel van die aandelen buiten het uitoefenen van een beroepswerkzaamheid, daaronder niet begrepen normale verrichtingen van beheer van een privévermogen" onder de fiscale categorie 'diverse inkomsten' vallen.

Op basis van dit artikel zijn er dus drie soorten meerwaarden in het kader van de personenbelasting. Elk van deze meerwaarden zal onderworpen zijn aan een specifiek belastingstelsel.

MEERWAARDEN VERWEZENLIJKT IN HET KADER VAN HET NORMALE BEHEER VAN EEN PRIVÉVERMOGEN

Deze meerwaarden zijn in principe niet belastbaar. Ze vallen immers niet in de categorie 'diverse inkomsten' waarnaar hierboven wordt verwezen en aangezien ze niet onder een andere belastingbepaling vallen, zijn ze vrijgesteld van alle belasting.

Het begrip 'normaal' beheer van een privévermogen moet *in concreto* worden beoordeeld in het licht

van het criterium van een voorzichtig en redelijk persoon. De rechtspraak werd er al toe gebracht te beslissen dat een 'normaal' beheer niet noodzakelijk passief is, maar dynamisch kan zijn en gebaseerd op een goede kennis van de marktmechanismen.

Het Wetboek van de inkomstenbelastingen voorziet in een belangrijke uitzondering met betrekking tot de vrijstelling van meerwaarden op aandelen verwezenlijkt in het kader van 'normaal' beheer, de zogenaamde 'Reynderstaks'. Het gaat hierbij om de belastingheffing in de vorm van intresten aan het tarief van 30% van het 'obligatiegedeelte' van de meerwaarden of deelbewijzen van Belgische of buitenlandse investeringsvennootschappen.

MEERWAARDEN VERWEZENLIJKT BUITEN HET NORMALE BEHEER VAN EEN PRIVÉVERMOGEN

Het gaat hierbij doorgaans om zogenaamde 'speculatieve' meerwaarden. Het speculatieve karakter van een transactie moet geval per geval op basis van feiten worden geanalyseerd.

De rechtspraak heeft de volgende criteria vastgelegd met betrekking tot meerwaarden op aandelen:

- De omvang van de verwezenlijkte meerwaarde;
- De duur van het aandelenbezit;
- Het feit dat er geen dividenden werden uitgekeerd tussen aankoop en wederverkoop;
- De toevlucht tot derden die banden onderhouden met zowel de koper als de verkoper;
- Het verschil tussen de verkoopprijs van de aandelen en hun intrinsieke waarde;
- De specifieke relaties tussen de koper en de verkoper;
- Het nemen van bijzondere risico's;
- De toevlucht tot leningen;
- De gebruikte methoden.

Een meerwaarde die wordt verwezenlijkt buiten het normale beheer van een privévermogen, wordt belast aan het tarief van 33%.

Een welbekende zaak is een voorbeeld van een 'abnormaal' beheer van een privé-vermogen. Een van de aandeelhouders van koekjesfabriek Destrooper wilde zijn aandelen verkopen aan de groep Lotus. Zijn broer oefende echter zijn voorkooprecht uit en verwierf deze aandelen om ze vervolgens onmiddellijk over te dragen aan een ander bedrijf dat een hogere prijs bood. In dit dossier heeft de rechtspraak erkend dat er een speculatieve intentie achterzat. Deze intentie vloeide met name voort uit het feit dat de broer in geen geval van plan was om de verworven aandelen te houden en dat hij geld had moeten lenen om tot de aankoop te kunnen overgaan.

Een meerwaarde die wordt verwezenlijkt buiten het normale beheer van een privé-vermogen, wordt belast aan het tarief van 33%.

MEERWAARDEN VERWEZENLIJKT IN HET KADER VAN EEN BEROEPSACTIVITEIT

Opdat een door een natuurlijke persoon verwezenlijkte meerwaarde op aandelen belastbaar zou zijn in het kader van beroepsinkomsten, moeten de aandelen zijn toegewezen aan de uitoefening van de beroepsactiviteit. In dit verband heeft de rechtspraak erkend dat, zelfs als de meerwaarde betrekking heeft op aandelen in een vennootschap waarin de aandeelhouder actief zou zijn geweest als werknemer of zaakvoerder, daaruit niet kan worden afgeleid dat de aandelen tot zijn beroepsvermogen zouden behoren.

Dit betekent dat meerwaarden zelden worden belast als bedrijfsinkomsten.



In het extreme geval van een belegger wiens enige activiteit de aankoop en wederverkoop van aandelen zou zijn en waaraan hij dus het merendeel van zijn tijd zou besteden, zouden de meerwaarden eventueel als beroepsinkomsten kunnen worden beschouwd. En dan nog moet de belastingdienst kunnen aantonen dat het om beroepsinkomsten gaat.

CONCLUSIES

Hoewel de overgrote meerderheid van de

meerwaarden op aandelen belastingvrij is, is het de moeite waard om dit nader te bekijken. In de afgelopen maanden is de belastingdienst meer aandacht gaan besteden aan het analyseren van het al dan niet normale karakter van het beheer van privévermogen.

Is dit een voorbode van wetswijzigingen na de verkiezingen? De toekomst zal het ons leren. •

Economic and financial indicators

Indices					Macro Data												
Date	S&P	EU	CSI	EUR USD	US		EU		China		GDP Growth			Unemployment			
					PMI S	PMI M	PMI S	PMI M	PMI S	PMI M	US	EU	China	US	EU	China	
31/12/2004	1.212	251	1.000	1,36	59,6	57,2	52,6	51,4				3,9	2,5	10,1	5,4	9,4	
30/12/2005	1.248	310	923	1,18	59,0	55,1	56,8	53,6		54,3		3,5	2,1	11,4	4,9	9,0	
29/12/2006	1.418	365	2.041	1,32	53,7	51,4	57,2	56,5		54,8		2,8	3,5	12,7	4,4	8,0	
31/12/2007	1.468	365	5.338	1,46	52,5	50,1	53,1	52,6		55,3		2,0	3,2	14,2	5,0	7,4	
31/12/2008	903	198	1.818	1,40	40,0	34,5	42,1	33,9		41,2		0,1	0,5	9,7	7,3	8,4	
31/12/2009	1.115	254	3.576	1,43	49,7	55,8	53,6	51,6		56,6		(2,6)	(4,3)	9,4	9,9	10,2	
31/12/2010	1.258	276	3.128	1,34	56,9	56,6	54,2	57,1		53,9		2,7	2,1	10,6	9,3	10,2	
30/12/2011	1.258	245	2.346	1,30	52,6	53,0	48,8	46,9		50,3		1,5	1,8	9,6	8,5	10,8	
31/12/2012	1.426	280	2.523	1,32	55,7	50,1	47,8	46,1		50,6		2,3	(0,4)	7,9	7,9	12,0	
31/12/2013	1.848	328	2.330	1,37	53,5	56,5	51,0	52,7		51,0		1,8	0,3	7,8	6,7	12,0	
31/12/2014	2.059	343	3.534	1,21	57,2	55,7	51,6	50,6		50,1		2,3	1,8	7,4	5,6	11,5	
31/12/2015	2.044	366	3.731	1,09	55,3	48,7	54,2	53,2		49,7		2,7	2,4	7,0	5,0	10,6	
30/12/2016	2.239	361	3.310	1,05	55,8	54,4	53,7	54,9		51,4		1,8	2,0	6,8	4,7	9,7	
29/12/2017	2.674	389	4.031	1,20	56,3	59,7	56,6	60,6		51,6		2,5	2,9	6,9	4,1	8,7	5,0
31/12/2018	2.507	338	3.011	1,15	58,1	54,9	51,2	51,4		49,4		3,0	2,1	6,7	3,9	7,9	4,9
31/12/2019	3.231	416	4.097	1,12	55,7	47,9	52,8	46,3		50,2		2,5	1,8	6,0	3,6	7,5	5,2
31/12/2020	3.756	399	5.211	1,22	57,5	60,2	46,4	55,2	56,3	51,9		(2,2)	(5,5)	2,2	6,7	8,2	5,2
31/12/2021	4.766	488	4.940	1,14	61,7	58,6	53,1	58,0	53,1	50,3		5,8	6,0	8,4	3,9	7,0	5,1
30/12/2022	3.840	425	3.872	1,07	49,2	48,4	49,8	47,8	48,0	47,0		1,9	3,5	3,0	3,5	6,7	5,5
31/12/2023	4.770	479	3.431	1,10	50,5	47,1	48,8	44,4	52,9	50,8		2,5	0,4	5,2	3,7	6,5	5,1
31/01/2024	4.846	486	3.215	1,08	53,4	49,1	48,4	46,6	52,7	50,8					3,7	6,4	5,2
29/02/2024	5.096	495	3.516	1,08	52,6	47,8	50,2	46,5	52,5	50,9					3,9	6,4	5,3
31/03/2024	5.254	553	3.584	1,08	51,4	50,3	51,5	46,1	52,7	51,1		2,4	0,5	4,8	3,8	6,5	5,2
30/04/2024	5.036	505	3.604	1,07	49,4	49,2	53,3	45,7	52,5	51,4					3,9		

Central Bank Rates			
Date	US	EU	China
31/12/2004	2,25	2,00	
30/12/2005	4,25	2,25	
29/12/2006	5,25	3,50	
31/12/2007	4,25	4,00	
31/12/2008	0,25	2,50	
31/12/2009	0,25	1,00	
31/12/2010	0,25	1,00	
30/12/2011	0,25	1,00	
31/12/2012	0,25	0,75	
31/12/2013	0,25	0,25	
31/12/2014	0,25	0,05	
31/12/2015	0,50	0,05	
30/12/2016	0,75	0,00	3,00
29/12/2017	1,50	0,00	3,25
31/12/2018	2,50	0,00	3,30
31/12/2019	1,75	0,00	3,25
31/12/2020	0,25	0,00	2,95
31/12/2021	0,25	0,00	2,95
30/12/2022	4,50	2,50	2,75
31/12/2023	5,50	4,50	2,50
31/01/2024	5,50	4,50	2,50
29/02/2024	5,50	4,50	2,50
31/03/2024	5,50	4,50	2,50
30/04/2024	5,50	4,50	

Government Bond 10y Market Rate		
US	Germany	China
4,22	3,68	
4,39	3,31	3,31
4,70	3,95	3,06
4,02	4,31	4,46
2,21	2,95	2,76
3,84	3,39	3,64
3,29	2,96	3,91
1,88	1,83	3,44
1,76	1,32	3,59
3,03	1,93	4,62
2,17	0,54	3,65
2,27	0,63	2,86
2,44	0,21	3,06
2,41	0,43	3,90
2,68	0,24	3,31
1,92	(0,19)	3,14
0,91	(0,57)	3,15
1,51	(0,18)	2,78
3,87	2,57	2,84
3,88	2,02	2,56
3,91	2,17	2,43
4,25	2,41	2,35
4,20	2,30	2,30
4,68	2,58	2,31

Inflation		
US	EU	China
3,30	2,30	2,40
3,40	2,30	1,60
2,50	1,90	2,80
4,10	3,10	6,50
0,10	1,60	1,20
2,70	0,90	1,90
1,50	2,20	4,60
3,00	2,80	4,10
1,70	2,20	2,50
1,50	0,80	2,50
0,80	(0,20)	1,50
0,70	0,30	1,60
2,10	1,10	2,10
2,10	1,30	1,80
1,90	1,50	1,90
2,30	1,30	4,50
1,40	(0,30)	0,20
7,00	5,00	1,50
6,50	9,20	1,80
3,40	2,90	(0,30)
3,10	2,80	(0,80)
3,20	2,60	0,70
3,50	2,40	0,10
	2,40	

Wat valt ons op?

Drie conjunctuurindicatoren noteren in het rood.

De werkloosheidscijfers en BBP-groeiverwachtingen wijzen nog steeds op een zachte landing na de stevige renteverhogingen van 0% tot 4,5% en 5,5% in de Eurozone resp. de VS in de periode 2022-'23.

Inflatie in VS en EU is al flink afgenomen na het piekniveau eind 2022. Het objectief van 2% ligt in het verschiet van de ECB zodat een renteverlaging in juni '24 waarschijnlijk is. Maar in de VS is de inflatie terug stijgend zodat -momenteel- het eerdere perspectief op 2 of 3 renteverlagingen in 2024, volledig van de baan is.

China flirt met deflatie t.g.v. de vastgoed- en bankencrisis. China verdient het epitheton groeiland almaar minder.

De Amerikaanse en Europese beurzen hebben in 2024 historische hoogtere-cords gevestigd.

Numbers in cursive and underlined are estimates for the current year.
PMI: Purchase Manufacturing Index, S: Services, M: Manufacturing

Market update & outlook

— An overview of the current market situation with forecasts for the next 3 and 12 months.

Central Bank rate / 10yr Government Bonds

	CB Rate (%)			10Yr Yield (%)		
	SPOT	3m	12m	SPOT	3m	12m
EUR	4,00	3,87	2,62	2,58	2,21	2,20
USD	5,25 - 5,50	5,20 - 5,45	4,12 - 4,38	4,68	4,19	3,96
GBP	5,25	5,40	3,50	4,35	3,68	3,40
AUD	4,35	4,20	3,60	4,42	4,05	3,92
JPY	(0,10)	(0,09)	0,25	0,87	0,95	1,00

Foreign Exchange

	SPOT	3m	12m
EUR/USD	1,07	1,08	1,09
EUR/GBP	0,85	0,86	0,87
EUR/JPY	168,22	165,36	161,33
EUR/AUD	1,65	1,64	1,65
EUR/SEK	11,76	11,70	11,70
EUR/NOK	11,86	11,76	11,86

GDP and Inflation

	GDP YoY Growth (%)			Inflation (%)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
US	2,40	1,70	2,00	3,10	2,40	2,30
EURO	0,98	1,69	1,74	2,60	2,24	2,03
UK	0,30	1,20	1,40	2,50	2,20	2,00
Australia	1,40	2,20	2,55	3,30	2,80	2,55
Japan	0,70	1,10	1,00	2,30	1,80	1,70
China	4,82	4,47	4,20	0,70	1,53	1,80

Commodities

	SPOT	3m	12m
Gold (USD/oz)	2.286	2.325	2.432
Silver (USD/oz)	26	27	28
Copper (USD/ton)	456	456	461
WTI Crude Oil (USD/bbl)	82	81	75
Brent Oil	88	86	80

Equities

	YTD Return (%)	SPOT	P/E	Dvd Yield (%)
MSCI All Countries	4,79	757	20,13	1,98
S&P 500	6,04	5.036	24,09	1,42
Eurostoxx 600	6,99	505	15,33	3,18
UK FTSE 100	6,81	8.144	14,43	3,80
MSCI EM	2,89	1.046	15,15	2,72

Fixed Income (Euro-hedged)

	Yield (%)	Spread (bps)	Duration (yrs)
BC Global Aggregate	4,06	38,34	6,60
BC Global Treasuries	3,45	10,67	7,29
BC Global IG Corp	5,25	97,65	6,09
BC Global HY Corp	8,46	378,26	4,08

All numbers are the latest available as of 30/04/2024.

Source: Bloomberg, German government bond used as reference for EUR. US CPI used for current US inflation. Future data based on consensus estimates and forward rates. Equity returns are total returns in local currency.



Our Commitment to Sustainability

This magazine was printed on environment friendly paper made from renewable sources. It holds the mark of responsible forestry and carries the European Ecolabel. Produced totally chlorine free bleached (TCF) without any optical brightening agents (OBAs).

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgse recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2024 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

An aerial photograph of a town square with a classic car in the foreground. The car is a dark green and red convertible with a number 6 on the side. It is parked on a paved area. In the background, there are buildings, trees, and a river. The overall scene is a classic European town square.

SDM

SECURITIES
DE MUNTER

PRIVATE BANKING

REGISTER NOW



SDM CLASSIC EDITION X DURBUY

SEPTEMBER 7-8, 2024

Edition X will lead us to Durbuy on a 2-day drive with overnight stay in Sanglier des Ardennes, Taittinger apero and dinner by Wout Bru. All benefits go to Olivia Hendrickx Research Fund.

S ANGLIER
HOTEL DURBUY

Thank you to our sponsors



VINIX

CHAMPAGNE
TAITTINGER

RALPH LAUREN

