

À PARAÎTRE BIENTÔT SUR
LE SITE INITIEDELABOURSE.BE

ANALYSES

- actions BRICS
- Fagron
- McEwen Mining
- Melexis
- Potash Corp

Chattez avec nous ce jeudi 2 février
de 12 à 13 heures !

2 février 2017 - n°5

Paraît 1 fois par semaine

Sommaire

Analyse de la semaine..... 2-3

La crise pétrolière est terminée

Analyses d'actions..... 4-9

Ahold Delhaize

Aker BP

ASML

Boskalis

Gilead Sciences

Oracle

Marché en graphiques..... 10

Actelion

BT Group

Philips

Telegraaf Media Groep

Autres investissements..... 11

Options : Galapagos

Dérivés : uranium

Portefeuille..... 12-13

Schlumberger

Obligations..... 14-15

Les minières sortent du trou

Question d'un lecteur..... 16

Ablynx

DISCLAIMER

Reproduction interdite de quelque manière que ce soit. Informations provenant de sources fiables. Aucune responsabilité en cas de manque à gagner ou de perte liée à l'utilisation de ces informations.

Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Les marchés émergents tiennent le cap

Le candidat aux élections n'a donc pas changé son fusil d'épaule en devenant le 45^e président des États-Unis. Donald Trump démontre encore, par sa cohérence, qu'il n'est pas un politique ordinaire. En soi, honorer les promesses faites pendant une campagne électorale est assez inhabituel. Son slogan « America First » résumait très clairement ses intentions protectionnistes.

Un jour seulement après son entrée à la Maison-Blanche, le président envoyait déjà valser l'accord de libre-échange TPP, la *Trans-Pacific Partnership*, conclu au terme de huit ans de négociations entre les États-Unis et onze pays situés de part et d'autre de l'océan Pacifique. Jugeant qu'il porte préjudice aux salariés américains, Trump a décidé de ne pas le ratifier.

De nombreux économistes craignent qu'éclatent des « litiges commerciaux » et que Trump compromette le redressement des marchés émergents.

Mouvement de redressement intact

Les marchés émergents ne semblent en tout cas pas céder à la panique. La semaine qui a suivi la victoire aux élections de Trump, l'indice *MSCI Emerging Markets* a fléchi de 7 % en première instance. Actuellement, nous sommes cependant légèrement au-delà du niveau qui prévalait avant que Trump ne soit élu. Le mouvement de redressement des économies émergentes amorcé au printemps 2016 est resté intact.

Le négativisme de Trump ne peut, pour l'heure, déteindre sur les investisseurs, car voici suffisamment d'arguments solides en faveur d'investissements dans les régions émergentes.

· **Sous-pondération importante** : la part dans le PIB mondial des marchés émergents continue à croître, et atteint actuellement quelque 60 %, alors que celle des Bourses émergentes dans la capitalisation boursière mondiale a reculé sous 20 %, et vers 10 % au sein du MSCI World.

· **Valorisation accessible, très intéressante** : elle dépend, cela s'entend, des deux éléments précédents ; le rapport cours/bénéfice moyen attendu pour 2017 s'élève à 12,5, contre 17 pour le *MSCI World*. Malgré un potentiel bien plus grand des bénéfices opérationnels à (plus) long terme.

· **Amélioration du tableau technique** : l'embellie technique se poursuit à présent, au mépris des menaces de Trump.

Sur une base annuelle, les marchés émergents (+30 %) ont surperformé largement l'indice mondial (+16 %). Or nous avions vendu notre position dans le tracker *iShares MSCI Emerging Markets ETF* (37 USD, ticker EEM, coté sur le NYSE sous le code ISIN US4642872349), d'avis que d'autres thématiques et valeurs nous offriraient plus de sécurité. Heureusement, elles ne nous ont pas déçus, mais jusqu'à nouvel ordre, la vente du tracker n'était pas nécessaire. ©

LES MARCHÉS
ÉMERGENTS
SONT TOUJOURS
BIEN MOINS
CHERS QUE LES
BOURSES
OCCIDENTALES.

La crise pétrolière est terminée

Le 30 novembre dernier, les membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) ont décidé pour la première fois depuis des décennies de réduire leur production journalière de 1,2 million de barils (1 fût contient 159,24 litres). De plus, onze pays non-membres de l'OPEP, dont la Russie, se sont également engagés à diminuer leur production de plus de 500.000 barils. Cet accord n'est pas seulement « historique » : à nos yeux, il est également crucial pour l'évolution des cours du pétrole cette année.

+ 60 %

Il y a un an, de nombreux investisseurs se demandaient encore où allait s'arrêter la baisse des cours de l'or noir. Le Brent (pétrole de la mer du Nord) était retombé sous les 30 dollars le baril, plus de 70 % sous son niveau de la mi-2014, et certains prophétisaient même un baril à... 10 dollars. Aujourd'hui, le brut a regagné 60 % et se négocie à proximité de 50 dollars le baril.

Si l'accord de l'OPEP est si important,

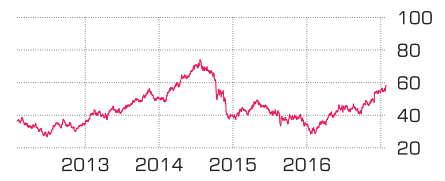
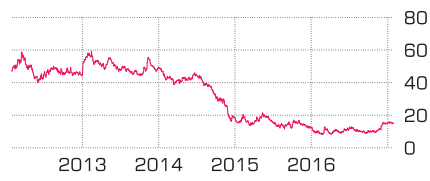
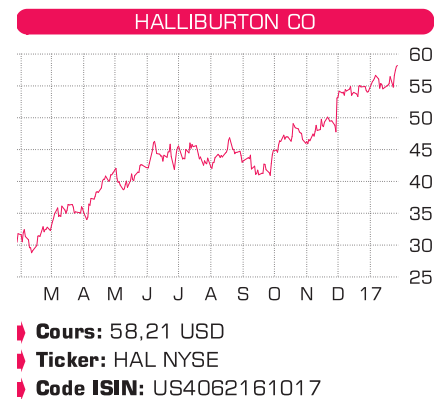
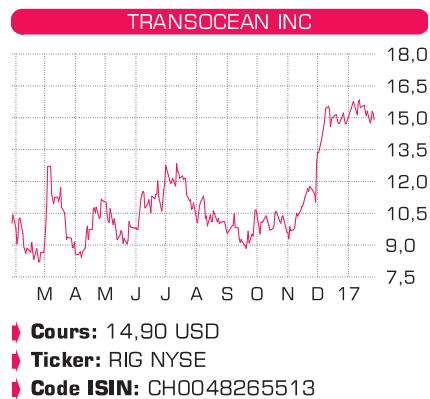
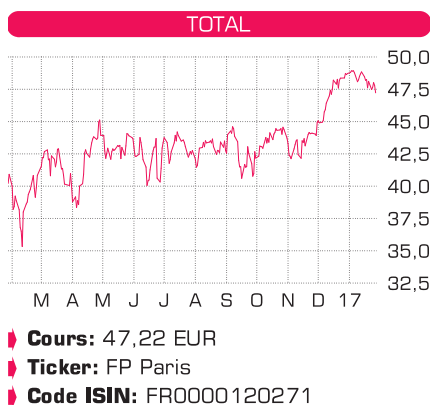


c'est parce que la crise pétrolière de 2014-2016 était avant tout portée par

l'offre. Elle ne peut être isolée de l'essor de l'exploitation pétrolière en haute mer et dans les sables bitumineux, ni surtout de la croissance spectaculaire du pétrole de schiste aux États-Unis. Des phénomènes qui ont incité notamment l'Arabie Saoudite à changer de tactique. Par le passé, ce pays « clé » au sein de l'OPEP en raison de ses réserves gigantesques aurait réduit sa production dès les premiers signes de suroffre. Cette fois, les Saoudiens ont continué à pomper du pétrole pour étrangler l'essor du pétrole de schiste. Les statistiques le confirment. La production est sous pression aux États-Unis, avec une baisse de 800.000 barils par jour en moyenne par rapport à 2015. L'an dernier, les découvertes de nouveaux gisements pétroliers dans le monde n'ont pas dépassé 12,1 milliards de barils, le chiffre le plus bas depuis... 1952, et l'équivalent d'à peine plus de quatre mois de consommation actuelle.

Prix d'équilibre

Ces dernières années, l'industrie pétrolière s'est davantage concentrée sur des



EXPOSITION GÉOGRAPHIQUE (TOP 5) DE VANECK VECTORS OIL SERVICES ETF

ÉTATS-UNIS	76,8 %
SUISSE	7,6 %
ROYAUME-UNI	6,0 %
LUXEMBOURG	5,0 %
PAYS-BAS	4,5 %

Source : Bloomberg

LES 10 PARTICIPATIONS PRINCIPALES DE VANECK VECTORS OIL SERVICES ETF

Schlumberger	19,7 %
Halliburton	15,0 %
Tenaris	5,1 %
National Oilwell Varco	4,7 %
Baker Hughes	4,6 %
Transocean	4,6 %
Nabors Industries	4,6 %
Core Laboratories	4,5 %
FMC Technologies	4,4 %
Helmerich & Payne	4,3 %

Source : Bloomberg

questions de parts de marché et de domination. Le tout émaillé d'une rivalité politique, notamment, entre l'Arabie Saoudite et l'Iran. Même si la baisse extrême des prix du pétrole a fait beaucoup de mal à tous les pays producteurs, y compris l'Arabie Saoudite, en laissant des marques profondes dans les budgets.

Ce n'est sans doute pas un hasard si la baisse s'est arrêtée à 28 dollars le baril, le coût de production moyen en Arabie Saoudite. Nous nous attendons à une progression des cours du pétrole en direction de 60 à 65 dollars en cours d'année. Un nouveau prix d'équilibre qui satisfera la plupart des parties, puisqu'il ne pèsera pas sur la croissance, ni n'entraînera de trop forte augmentation de l'inflation. Un cours du pétrole (plus) élevé ne pourrait que favoriser l'alliance entre le nouveau président Donald Trump et le leader russe Vladimir Poutine. L'industrie du gaz et du pétrole de schiste aux États-Unis est devenue un employeur de poids dans plusieurs États américains, qui ont de plus massivement voté en faveur de Trump. Cela n'aura pas échappé à ce dernier. Et pour le président russe, une reprise économique en vue des élections de début 2018 est également une bonne chose.

Pour autant, nous ne devrions pas

UNITED STATES (BRENT) OIL FUND ETF

→ En tant qu'investisseur, vous pouvez en premier lieu vouloir miser sur l'évolution du cours du pétrole proprement dit. Pour cela, le meilleur instrument est le tracker United States

Brent Oil Fund (ticker : **BNO** ; code ISIN : US91167Q1004) repris dans le portefeuille modèle. Nous y voyons une manière intéressante de tabler sur une hausse de cours du

pétrole. Attention : ce tracker investit dans des contrats à terme et est donc soumis à un «roll yield» (positif ou négatif) lors du roulement mensuel des positions.

VANECK VECTORS OIL SERVICES ETF

→ Pour les investisseurs en actions, il y a des opportunités dans le secteur des services pétroliers. Parmi les favoris individuels, citons les valeurs de portefeuille Transocean et Schlumberger. Mais ceux qui ne veulent investir qu'une partie

limitée de leur portefeuille en actions du secteur peuvent se tourner vers le tracker VanEck Vectors Oil Services (ticker : **OIH** ; valeur boursière : 1,24 milliard de dollars, répartis sur 36,5 millions d'actions ; code ISIN :

US92189F7188). Nous soulignons que la surpondération en entreprises américaines y est impressionnante, et que le poids de deux actions individuelles (Schlumberger et Halliburton), un tiers du total, n'offre pas une diversification idéale.

revoir de cours supérieurs à 70 dollars. Si le baril de pétrole fluctue entre 60 et 65 dollars, de nombreux champs de pétrole de schiste seront à nouveau rentables. La question n'est dès lors pas de savoir si la production américaine de pétrole brut va à nouveau augmenter,

POUR DE NOUVEAUX INVESTISSEMENTS DANS LE SECTEUR DE L'ÉNERGIE, NOUS PRIVILÉGIERIONS LES PRESTATAIRES DE SERVICES PÉTROLIERS.

mais quand. Les États-Unis se profilent de plus en plus comme un «swing producer», un producteur d'appoint.

Pour l'investisseur, l'essentiel est que la tendance se soit inversée (de manière structurelle).

Services pétroliers

Nous estimons dès lors que le moment est venu de réinvestir dans le secteur

de l'énergie. Dans un premier temps, nous n'opterions pas pour des majors telles *Royal Dutch Shell*, *Total* ou *Statoil*. Nous leur préférons pour l'heure les fournisseurs de services pétroliers, qui ont beaucoup souffert entre 2014 et 2016 de la diminution des investissements des grandes compagnies pétrolières.

Ces actions se sont déjà nettement redressées ces derniers mois, il est vrai, mais leur potentiel haussier n'est pas épuisé pour autant. La banque d'affaires américaine *Morgan Stanley* a calculé que les derniers cycles haussiers dans le secteur des services pétroliers s'étaient traduits ces vingt dernières années par une hausse moyenne de 72 %, avec une pointe à 99 % entre 2003 et 2006. Le redressement moyen actuel se monte à 28 %. N'oublions pas que le pessimisme vis-à-vis du secteur était particulièrement fort. Il reste donc des marges de redressement. La première phase n'a donné lieu qu'à une «remise à niveau» de valorisations. Ce n'est que dans les deuxième et troisième phases que cette revalorisation se doublera d'une hausse des cours portée par une augmentation des bénéfices et une révision des prévisions.

Lire également les analyses d'*Aker BP* (p. 5) et de *Boskalis* (p. 7), ainsi que le commentaire consacré à *Schlumberger* (p. 12). ©

AHOLD DELHAIZE

Des ventes rassurantes aux États-Unis



Grâce à des ventes meilleures que prévu au quatrième trimestre, Ahold Delhaize est parvenu à lever partiellement les doutes par rapport à l'évolution du marché américain. Au troisième trimestre, les investisseurs avaient été déçus par la pression sur les marges aux États-Unis, où Ahold Delhaize réalise deux tiers de son bénéfice. Les investissements dans des prix plus bas en réponse à la concurrence ont pesé sur le chiffre d'affaires (CA) et sur les marges. La croissance du CA comparable est dès lors restée à la traîne sur le territoire américain, à un maigre 0,3 %.

Pourtant, contre toute attente, le quatrième trimestre a été synonyme d'une légère amélioration. Dans un *trading update* sur ce trimestre, Ahold USA a rapporté une hausse du CA comparable de 0,2 %, et Delhaize America a même affiché +2,2 %. Ces chiffres sont convenables, à plus forte raison parce que les commerçants américains continuent de se livrer une guerre des prix, ce qui a résulté, ce trimestre-là, en une baisse des prix de vente de 1 à 1,5 %. La progression du CA est donc totalement attribuable à une augmentation des volumes vendus. Delhaize America, surtout, est parvenu à récupérer des clients après la réorganisation mise en œuvre, les mêmes clients qu'il avait perdus ces dernières années en appliquant des prix trop élevés et en investissant trop peu dans le réseau de magasins. Les conséquences de ces chiffres de vente sur les marges et le bénéfice aux États-Unis ne sont pas révélées dans le rapport, mais la direction a déjà indiqué que la marge opérationnelle sous-jacente de l'ensemble de l'année 2016 sera en ligne avec celle des trois premiers trimestres, et légèrement supérieure à la marge de 2015. Cette indication conforme aux attentes rassure les investisseurs.

Sur ses marchés domestiques, les

Pays-Bas et la Belgique, Ahold Delhaize a enregistré un succès mitigé au quatrième trimestre. La croissance comparable du CA aux Pays-Bas, à 6,6 %, est particulièrement sensible, ce qui est notamment attribuable au succès du pôle e-commerce. L'entreprise y a lourdement investi mais Bol.com et Ah.nl ne contribuent pas encore à la rentabilité. On en saura plus lors de la publication

des résultats annuels définitifs, le 1er mars prochain. En Belgique, Ahold Delhaize en reste à une croissance de son CA comparable d'un maigre 0,9 % pour une part de marché stable. Le groupe dans son ensemble a clôturé 2016 sur une croissance de son CA comparable de 2,8 %. Légèrement mieux que prévu. Selon la direction, les cash-flows libres se situeraient,

comme attendu, autour de 1,3 milliard EUR. Sur une capitalisation boursière d'environ 25 milliards EUR, cela représente un rendement de cash-flow libre satisfaisant d'environ 6 %. Le rapport cours/bénéfice (14 fois le bénéfice attendu pour 2017) et la valeur de l'entreprise (8 fois le cash-flow opérationnel) sont raisonnables, cependant. ©

Conclusion

Les ventes légèrement supérieures aux prévisions outre-Atlantique au quatrième trimestre rassurent les investisseurs. Bien que la pression sur les prix persiste sur le marché américain. L'action n'est pas chère et présente une décote de 10 à 20 % par rapport à la moyenne. Nous relevons le conseil à « digne d'achat ».

Conseil: digne d'achat

Risque: faible

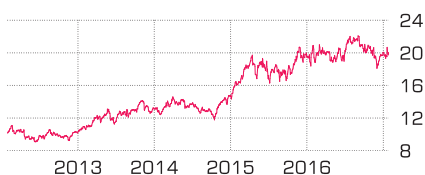
Rating: 1A

Paru sur initiedelabourse.be
le 29 janvier

AHOLD DELHAIZE



Cours: 20,03 EUR
Ticker: AD Amsterdam
Code ISIN: NL0011794037



Devise: euro (EUR)
Marché: Euronext Bruxelles
Capit. boursière: 25,5 milliards EUR
C/B attendu 2016: 20
C/B attendu 2017: 14
Perf. cours sur 12 mois: +0,5 %
Perf. cours depuis le 01/01: -1 %
Rendement du dividende: 1,9 %

AKER BP

Un ambitieux producteur pétrolier norvégien



Nous suivons depuis déjà très longtemps le parcours boursier réussi du holding norvégien Aker ASA. C'est par une combinaison de participations financières et industrielles que le flamboyant actionnaire principal *Kjell Inge Roekke* a créé la valeur du holding. Aker BP, l'ancien *Det Norske*, est l'une des participations industrielles les plus rentables de ces dernières années. Cette société pétrolière et gazière norvégienne a été fondée en 1974. Aker ASA en est devenue actionnaire après la fusion de *Det Norske* en 2009 avec Aker Exploration, l'entreprise d'exploration d'Aker ASA. En 2013 a démarré la production dans deux nouveaux champs pétroliers (Jette et Atla), accroissant la production journalière moyenne de 1000 barils à plus de 5000. Fin 2013, la participation de 50 % d'Aker ASA dans *Det Norske* avait une valeur de 4,7 milliards de couronnes norvégiennes (NOK). Soit 21,8 % de la participation industrielle totale de 21,6 milliards NOK.

Det Norske a fait un premier bond en 2014, avec la reprise des activités pétrolières norvégiennes du groupe américain *Marathon Oil Corp* pour 2,6 milliards de dollars (USD). A suivi une augmentation de capital de 500 millions USD (30 % de dilution) à laquelle Aker ASA a totalement souscrit pour la participation de 50 %. Cette reprise a catapulté la production journalière à 60.000 barils, et fin 2015, la valeur de la participation d'Aker ASA dans *Det Norske* s'est accrue à 5,6 milliards NOK.

En 2016, l'entreprise ambitieuse a fait un deuxième bond en avant lorsque les actifs pétroliers norvégiens de *BP* (BP Norge) ont fusionné avec les siens. *Det Norske* a financé l'acquisition par l'émission de 135 millions d'actions au prix de 80 NOK (67 % d'actions supplémentaires), dont 33,8 millions ont été souscrites par Aker ASA, ce qui a réduit sa participation en conséquence, de 50 à

40 %. *BP* conserve une participation de 30 % dans l'entité fusionnée, baptisée Aker BP. La production journalière moyenne commune s'est élevée en 2016 à 118.200 barils. Pour 2017, on table sur une hausse à 128.000 - 135.000 barils par jour, et d'ici 2023, sur une augmentation à 270.000 barils (croissance annuelle de 12 %). Cette thèse de croissance repose essentiellement sur la contribution de la participation de 11,6 % qu'Aker BP conserve dans le champ pétrolier Johan Sverdrup, dont la première production est prévue à partir de fin 2019. Il s'agit du premier champ découvert dans les eaux norvégiennes depuis les années 1970.

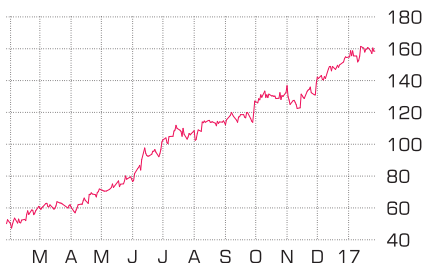
Au quatrième trimestre, le groupe a payé pour la première fois un dividende trimestriel de 0,185 USD par action (rendement brut de 3,9 % sur une base annuelle). Le nouvel opérateur indépendant fusionné entrevoit des possibilités de reprise en Norvège. Il peut disposer de 2,5 milliards USD de liquidités. Aker BP a triplé et accru la participation dans le portefeuille d'Aker ASA à 21,5 milliards NOK. ©

Conclusion

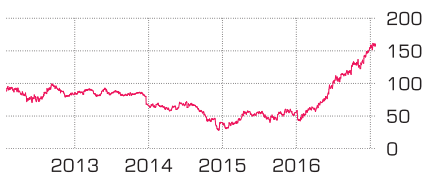
Nous commençons le suivi d'Aker BP en lui accordant un avis neutre. Du fait de la forte hausse de cours, l'action affiche un cours/bénéfice de 23 pour 2017, et un rapport entre la valeur d'entreprise (EV) et le cash-flow opérationnel attendu (EBITDA) pour 2017 de 5. C'est certes 30 % de plus que le grand Statoil, mais c'est justifié au vu du profil de croissance intéressant.

**AKER BP
ENTREVOIT DES
POSSIBILITÉS DE
REPRISE EN
NORVÈGE.**

AKERBP



► **Cours:** 158,50 NOK
 ► **Ticker:** AKERB Oslo
 ► **Code ISIN:** NO0010345853



Devise: couronne norvégienne (NOK)
Marché: Oslo
Capit. boursière: 53 milliards NOK
C/B attendu 2016: 37
C/B attendu 2017: 22
Perf. cours sur 12 mois: +189 %
Perf. cours depuis le 01/01: +3 %
Rendement du dividende: 3,9 %

Conseil: conserver/attendre

Risque: moyen

Rating: 2B

Paru sur initiedelabourse.be
le 29 janvier

ASML

Sixième record consécutif



L'an dernier, le leader de marché néerlandais du segment de l'équipement de production pour le secteur des semi-conducteurs a réalisé un chiffre d'affaires de 6,79 milliards d'euros (EUR), soit 8 % de plus qu'il y a un an. Le bénéfice net, à 1,47 milliard EUR, est aussi en hausse, de 6 %. 2016 fut la sixième année consécutive de record. Les chiffres du quatrième trimestre sont également supérieurs aux prévisions, tant en matière de chiffre d'affaires (CA) que de bénéfice. La technologie EUV (à base d'ultraviolets extrêmes) est cruciale pour la croissance future d'ASML. Les technologies de production actuelles atteignent leurs limites pour rendre les semi-conducteurs pour ordinateurs, smartphones, tablettes et voitures autonomes encore plus petits, plus précis et plus performants. Anticipant cette limite technologique, le groupe avait déjà commencé, autour du changement de siècle, à développer l'EUV. La conception et l'amélioration de la technologie ont duré près de deux décennies et exigé des milliards d'investissements en recherche – des coûts financés aussi par d'importants clients comme Intel.

Les grands clients d'ASML veulent commencer la production de masse de machines EUV d'ici fin 2018, voire début 2019. Au rythme de production actuel, 18 mois s'écoulent environ entre une commande et sa livraison. Au quatrième trimestre, ASML a reçu des commandes pour 1,6 milliard d'euros, dont six machines EUV qui coûtent un peu plus de 100 millions EUR pièce. La valeur totale du carnet de commandes s'élevait à la fin de l'an dernier à 3,96 milliards EUR et incluait 18 machines EUV. ASML peut actuellement construire 12 machines par an, et est déjà à sa pleine capacité pour cette année et une partie de l'an prochain. Son objectif est d'accroître la cadence de production à 24 l'an prochain et 40 en 2019.

L'an dernier, ASML a acheté le groupe taiwanais *Hermes Microvision* pour 2,75 milliards EUR. Celui-ci est spécialisé

dans les instruments de mesure avancés qui accroissent la performance du processus de production de l'EUV. Au printemps, ASML prendra une participation de 25 % dans son fournisseur de lentilles *Carl Zeiss SMT*. La livraison de lentilles est encore un goulet d'étranglement dans la production de machines EUV. La participation coûtera à ASML 1,75 milliard EUR. Les prévisions de CA pour le trimestre courant, à 1,8 milliard EUR, sont légèrement supérieures aux attentes. À l'horizon 2020, ASML table désormais sur un CA de 11 milliards EUR. Le directeur *Peter Wennink* affirme que d'ici là, un bénéfice de 9 EUR par action serait possible. L'entreprise a relevé son dividende de 1,05 à 1,2 EUR par action. En 2016, elle a versé pour 446 millions EUR de dividendes. Mi-2016, elle avait interrompu le rachat d'actions propres du fait de l'acquisition de *Hermes Microvision* mais

elle compte reprendre l'opération. À la fin de l'an dernier, ASML avait 4,06 milliards EUR en caisse. ©

**ASML AVAIT
4,06 MILLIARDS
D'EUROS EN
CAISSE
FIN 2016.**

Conclusion

Le succès commercial de l'EUV est réel désormais, et ASML est salué en Bourse pour cette évolution. L'action semble très chère, mais c'est toujours le cas des entreprises qui affichent une telle croissance. Sur la base du bénéfice attendu pour 2020, cette valorisation semble déjà plus intéressante. Nous pensons qu'à court terme les bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans le cours, et conseillons dès lors d'attendre une fenêtre d'entrée plus favorable.

Conseil : conserver

Risque : faible

Rating : 2A

Paru sur initiedelabourse.be
le 27 janvier



► **Cours :** 113,45 EUR
► **Ticker :** ASML Amsterdam
► **Code ISIN :** NL0010273215



Devise : EUR
Marché : Euronext Amsterdam
Capit. boursière : 50,1 milliards EUR
C/B 2016 : 33
C/B attendu 2017 : 28
Perf. cours sur 12 mois : + 38 %
Perf. cours depuis le 01/01 : + 6,5 %
Rendement du dividende : 1,1 %

BOSKALIS

Le cours du géant du dragage patauge



Be premier groupe de dragage au monde a connu une décennie en or, où il fut un grand favori en Bourse. Entre 2003 et 2013, son chiffre d'affaires (CA) a triplé, d'environ 1 à 3 milliards d'euros (EUR), et son cash-flow opérationnel a été multiplié par 6, de 150 à 900 millions EUR entre 2004 et 2014, tandis que le cours de Bourse décuplait entre 2003 et le printemps 2015, de 5 à 50 EUR. La société a surfé pleinement sur l'essor des pays émergents. Depuis lors cependant, la donne a changé. Pour 2016 (résultats annuels le 8 mars) et 2017, les analystes tablent en moyenne sur un CA annuel de respectivement 2,56 et 2,43 milliards EUR et un EBITDA de 585 et 497 millions EUR).

Le cours de Boskalis a glissé à l'automne 2016 à 29 EUR (sommet de 49 EUR en 2015). Ces dernières années, l'action est restée en retrait, y compris en comparaison avec son pair belge CFE. Si l'on compare la situation avec celle de l'an dernier, des deux et trois dernières années, l'action Boskalis a sous-performé CFE de respectivement 12 %, 46 % et 73 %. Le mérite revient en premier lieu à *Ackermans & van Haaren*, qui a placé l'accent sur l'activité de dragage de CFE en priorité, et moins sur les activités de la construction. Cela dit, l'immense écart de cours est également la conséquence d'une stratégie erronée de Boskalis : une attention moins portée sur le dragage mais davantage sur la diversification avec, au cours des cinq dernières années, les reprises de *SMIT International* (spécialisé dans l'assistance des bateaux et le dégagement des épaves) et *Dockwise* (spécialisé dans le déplacement de plateformes offshore extrêmement lourdes). À cela s'ajoute le dossier *Fugro*. Ce prestataire de services pétroliers néerlandais est spécialisé dans la collecte et l'interprétation d'informations sur la croûte terrestre, les couches inférieures du sol et les roches.

Un segment du secteur pétrolier qui se trouve en phase initiale de recherche et d'exploration et est donc très sensible aux fluctuations du prix du pétrole. À l'automne 2015, Boskalis avait commencé à accumuler une participation dans *Fugro*. Fin juin, il détenait 28,6 % de ce concurrent. Comme chez nous, aux Pays-Bas, il est également obligatoire de lancer une offre sur l'ensemble des titres dès lors que le seuil de 30 % est atteint. Mais la direction de *Fugro* a fait savoir qu'elle ne s'en réjouissait pas car elle tenait à son autonomie. La direction de Boskalis a finalement annoncé en décembre avoir réduit sa participation dans *Fugro*, à 9,4 % précisément. Le CEO *Peter Berdowski* a confirmé que plusieurs activités de *Fugro* s'intègrent parfaitement à Boskalis, mais que la position de la direction de *Fugro* et la période difficile pour le secteur, qui dure plus longtemps que prévu, ont incité le géant du dragage à tourner les talons. ©

EN DÉCEMBRE, BOSKALIS A RÉDUIT SA PARTICIPATION DANS FUGRO À 9,4 %.

Conclusion
Il est vrai que Boskalis traverse la période la plus difficile de ces dix dernières années, mais l'action est aussi nettement moins chère qu'avant. En 2010, elle capitalisait encore 2,3 fois la valeur comptable, contre 1,1 fois aujourd'hui. Le rapport cours/bénéfice est en légère hausse, mais nous prévoyons un redressement des bénéfices à partir de 2018. Ce qui nous incite à relever notre conseil.

Conclusion

Il est vrai que Boskalis traverse la période la plus difficile de ces dix dernières années, mais l'action est aussi nettement moins chère qu'avant. En 2010, elle capitalisait encore 2,3 fois la valeur comptable, contre 1,1 fois aujourd'hui. Le rapport cours/bénéfice est en légère hausse, mais nous prévoyons un redressement des bénéfices à partir de 2018. Ce qui nous incite à relever notre conseil.

Conseil : digne d'achat

Risque : faible

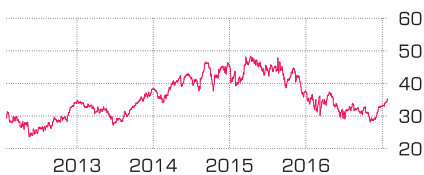
Rating : 1A

Paru sur initiedelabourse.be
le 27 janvier

BOSKALIS



Cours: 35,04 EUR
Ticker: BOKA Amsterdam
Code ISIN: NL0000852580



Devise : euro (EUR)
Marché : Amsterdam
Capit. boursière : 4,6 milliards EUR
C/B attendu 2016 : 17,5
C/B attendu 2017 : 23
Perf. cours sur 12 mois : +5 %
Perf. cours depuis le 01/01 : +6,5 %
Rendement du dividende : 4,5 %

GILEAD SCIENCES

A perdu des gallons



GF

GILEAD SCIENCES



Cours: 71,26 USD
Ticker: GILD NASDAQ
Code ISIN: US3755581036



Devise: dollar (USD)
Marché: NYSE
Capit. boursière: 93,5 milliards USD
C/B attendu 2016: 6,3
C/B attendu 2017: 6,7
Perf. cours sur 12 mois: -21 %
Perf. depuis le 01/01: -1 %
Rendement du dividende: 2,65 %

Fondé en 1987, Gilead Sciences est spécialisé dans les maladies infectieuses. La première maladie dans laquelle les Américains ont pris une position de leader est le virus HIV (sida). Sous l'impulsion des *blockbusters Atripla* et *Truvada* (des combinaisons de médicaments), son chiffre d'affaires a progressé en 2011 à 8,1 milliards de dollars (USD). Gilead était alors déjà actif dans les affections du foie, mais a réalisé un coup de maître fin 2011 avec l'acquisition, pour 11 milliards USD, de *Pharmasset*. Cette jeune entreprise avait développé le traitement qui permet de guérir de l'hépatite C causée par le virus VHC. Jusqu'ici, le VHC était soigné avec l'interféron (injection) et la ribavirine. Fin 2013, *Sofusbuvir* (nom commercial : *Sovaldi*) a été approuvé, et en octobre 2014, *Harvoni*, une thérapie sans interféron associant Sofusbuvir et *Lédipasvir*. Le succès fut énorme, et la part de marché de Gilead sur le marché en forte croissance du VHC s'est hissée à 90 %. En 2014, le chiffre d'affaires (CA) du groupe a explosé de 122 %, de 11,2 milliards à 24,9 milliards USD, et sous l'impulsion de Harvoni (CA de 13,9 milliards USD), il s'est même établi à 32,6 milliards USD en 2015. L'action a ainsi sextuplé, de 20 USD début 2011 à un sommet de 123 USD en juin 2015. À l'époque, le débat s'ouvrait sur les prix élevés des médicaments. Gilead a baissé ses prix début 2016 sous la pression des assureurs-maladie et de la concurrence qui s'intensifiait. Le marché craint par ailleurs un recul du nombre de patients VHC, dans la mesure où ils peuvent désormais être soignés.

L'action a donc reflué de plus de 40 % depuis son sommet en 2015. L'échéance imminente du brevet, en 2021, de *Viread*, un composant actif des médicaments HIV à succès, est compensée par une nouvelle génération de médicaments (*Genvoxa*, *Odefsey* et *Descovy*) sur la base de *TAF*, une version améliorée de *Viread*. En conséquence, le CA de la franchise HIV a progressé après neuf

mois de 18 %, à 9,5 milliards USD, ce qui est insuffisant cependant pour compenser le repli (-31 %, à 11,6 milliards USD) du VHC.

Le consensus concernant le CA annuel 2016, à 30,2 milliards USD, et pour 2017 et 2018, respectivement à 28,2 et 26,5 milliards. Le bénéfice net par action pourrait s'élever en 2016 à 11,33 USD (8,91 USD après neuf mois ; -10 % par rapport à 2015), et en 2017 et 2018 reculer encore à 10,69 et 10,38 USD. Depuis 2012, Gilead a racheté plus de 297 millions d'actions propres (19 %) et verse un dividende brut, sur une base annuelle, de 1,88 USD par action (2,65 %). La direction est sous pression pour acheter du chiffre d'affaires, mais a pour l'heure conservé une grande partie des moyens disponibles – trésorerie nette fin septembre à 4,4 milliards USD. Gilead nourrit également de grandes ambitions par rapport à sa propre étude sur la stéatose hépatique (NASH). ☉

Conclusion

Nous démarrons le suivi de Gilead Sciences avec un conseil d'achat. L'ancien chouchou de la Bourse a perdu les grâces des investisseurs du fait des doutes entourant l'évolution du CA. La valorisation actuelle représente à peine 6,7 fois le bénéfice attendu pour 2017, et la valeur d'entreprise (EV) de 5 fois le cash-flow opérationnel attendu (EBITDA) pour 2017 escompte un scénario trop sombre. Nous tablons sur un redressement de cours vers 90 à 100 USD.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

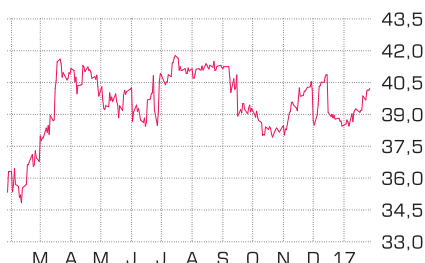
Paru sur initiedelabourse.be
le 30 janvier

ORACLE

En phase de transition



ORACLE CORPORATION



Cours: 40,23 USD
Ticker: ORCL NYSE
Code ISIN: US68389X1054



Devise: dollar (USD)
Marché: NYSE
Capit. boursière: 163,5 milliards USD
C/B attendu 2016-2017: 15
C/B attendu 2017-2018: 14
Perf. cours sur 12 mois: +16 %
Perf. cours depuis le 01/01: +3,5 %
Rendement du dividende: 1,5 %

Les entreprises éditrices de logiciels traditionnelles comme Oracle ont été confrontées ces dernières années à des changements drastiques dans le secteur. Du fait de l'essor du *cloud computing*, les logiciels sont désormais stockés dans de grands centres de données, et les clients en louent l'utilisation moyennant paiement. Les entreprises du secteur ont dès lors dû adapter leur offre à ce nouveau modèle. Le rachat de concurrents est une stratégie éprouvée par Oracle depuis déjà près de vingt ans. Dans le segment du *cloud*, l'entreprise opère donc de la même façon : après plusieurs petites acquisitions, elle a acheté l'an dernier pour un peu plus de 9 milliards de dollars (USD) *NetSuite*, un spécialiste des logiciels ERP proposés dans le *cloud*. Concrètement, il s'agit de programmes de gestion intégrée (gestion logistique, financière, de personnel, etc.). Cette année,

NetSuite réalisera un chiffre d'affaires (CA) d'environ 1 milliard USD et contribuera au bénéfice d'Oracle dès l'exercice en cours. Ce choix (obligatoire) du *cloud* a également des conséquences sur l'évolution du CA. Depuis plus de deux ans, les ventes liées à ce segment progressent tandis que les ventes de licences sont en recul. Il est donc crucial de savoir quand les revenus supplémentaires des services *cloud* compenseront l'érosion des activités classiques. Certes, la plupart des clients existants d'Oracle suivront également l'entreprise dans le *cloud*. Mais cela ne suffit pas pour générer une croissance supplémentaire. Le modèle du *cloud* assure des revenus récurrents (abonnements) aux fournisseurs de logiciels, mais le revenu que procurait la vente de licences disparaît, évidemment. Oracle doit donc séduire des clients d'autres entreprises, ce qui n'est pas simple à mettre en œuvre.

Au deuxième trimestre de l'exercice en cours (clos le 30/11), Oracle a souffert d'un dollar américain plus cher. Et la donne ne changera pas au trimestre

courant. Le CA du groupe, à 9,07 milliards USD, s'est révélé un peu plus élevé que l'an dernier (+0,8 %) mais est inférieur aux attentes. Les revenus du *cloud* ont franchi pour la première fois le cap du milliard de dollars, et ont augmenté, sur une base annuelle, de 62 %. Environ la moitié de cette croissance était organique, l'autre moitié provenant d'acquisitions. En termes nominaux, le progrès dépasse légèrement les 400 millions USD. En contrepartie, on épinglera la baisse des ventes de licences de logiciels d'un cinquième, soit de 270 millions USD. L'essentiel du CA (4,78 milliards USD) a été réalisé grâce aux actualisations de licences et au support technique. Le CA de la division Hardware a fléchi de 10 %. Le bénéfice opérationnel s'est hissé à 3,8 milliards USD, ce qui représente une marge de 42 %.

Au deuxième trimestre, Oracle a racheté des actions propres pour un total de 500 millions USD. Ce programme de rachat se poursuivra cette année. Le dividende trimestriel s'élève à 0,15 USD par action et sera payable plus tard dans le mois. Au cours actuel, le rendement brut atteint 1,5 %.

L'ACTIVITÉ « CLOUD » A FRANCHI LE CAP DU MILLIARD DE DOLLARS DE CHIFFRE D'AFFAIRES.

total de 500 millions USD. Ce programme de rachat se poursuivra cette année. Le dividende trimestriel s'élève à 0,15 USD par action et sera payable plus tard dans le mois. Au cours actuel, le rendement brut atteint 1,5 %.

Conclusion

Oracle se trouve encore en phase de transition, où coexistent les ventes de licences classiques et l'activité cloud. Sa croissance (organique) n'accélère pas encore, raison pour laquelle l'entreprise procède à des rachats. Nous pensons qu'Oracle ne peut prétendre à une valorisation plus élevée pour l'instant.

Conseil: conserver

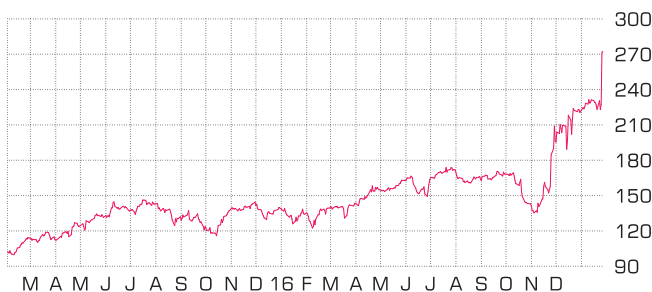
Risque: moyen

Rating: 2B

Paru sur initiedelabourse.be
le 26 janvier

Marché en graphiques

ACTELION

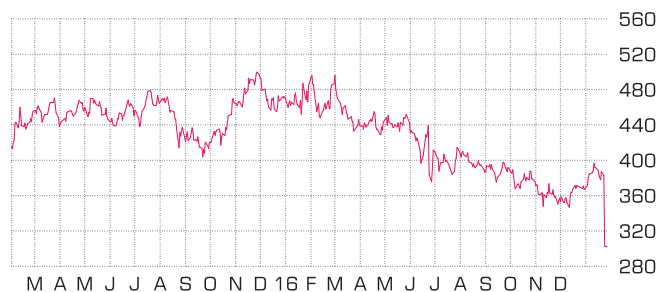


Cours: 272,40 CHF
Ticker: XVTX
Code ISIN: CH0010532478

Conseil: participer à l'offre
Risque: faible
Rating: 3A

En 2017 également, les acquisitions continuent de pleuvoir dans le secteur pharma. Le groupe américain *Johnson & Johnson* va déboursier 30 milliards de dollars pour l'acquisition de la société biotech Actelion. C'est la plus importante acquisition de l'histoire de Johnson & Johnson. Par action, ce dernier compte 280,08 francs suisses (CHF). Les actionnaires existants d'Actelion reçoivent par action détenue une action de la nouvelle entité. Le cours d'Actelion a pris de la hauteur à la nouvelle de l'acquisition définitive, jusque tout juste sous l'offre.

BT GROUP

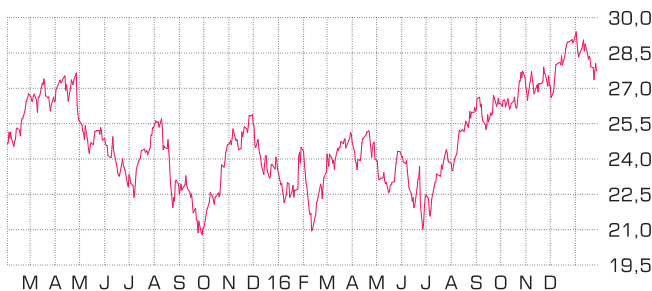


Cours: 302,80 PNC
Ticker: BT_A Londres
Code ISIN: GB0030913577

Conseil: vendre
Risque: moyen
Rating: 3B

Un scandale comptable dans la division italienne du groupe de télécoms anglais a donné lieu à un amortissement de 530 millions de livres. C'est bien plus que les 145 millions de livres que BT Group avait prévus. Le résultat opérationnel du troisième trimestre de l'exercice tronqué 2016-2017 sera dès lors de 120 millions de livres inférieur. Pour l'ensemble de l'année, le groupe anticipe un recul de son chiffre d'affaires de 200 millions de livres. Le cours de BT a dévissé de près de 20 % en réaction. Du fait du reflux sous le dernier soutien horizontal à 350 pence, la tendance de l'action est redevenue baissière.

PHILIPS

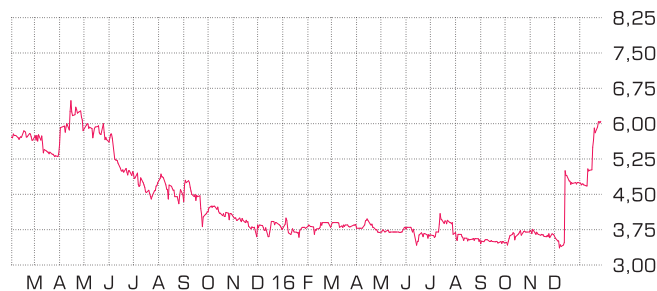


Cours: 27,74 EUR
Ticker: PHIA Amsterdam
Code ISIN: NL0000009538

Conseil: conserver/attendre
Risque: faible
Rating: 2A

Les résultats annoncés par le conglomérat au terme du quatrième trimestre ont quelque peu déçu : alors que le chiffre d'affaires a progressé de 3 %, à 7,2 milliards d'euros, Philips a dégagé un bénéfice net de 640 millions d'euros, contre une perte nette de 39 millions sur la même période en 2015. Sur l'année, on note plus d'un doublement du bénéfice net, à 1,5 milliard d'euros. Aux USA, une enquête est en cours sur les défibrillateurs de Philips, qui pourraient ne pas respecter les prescriptions de la FDA. La tendance de l'action est à nouveau haussière malgré une légère baisse de cours.

TELEGRAAF MEDIA GROUPE



Cours: 6,05 EUR
Ticker: TMG Amsterdam
Code ISIN: NL0000386605

Conseil: conserver/attendre
Risque: moyen
Rating: 2B

L'offre indicative de la *Vlaamse Mediahuis* et de *VP Exploitatie* sur Telegraaf Media Groep (TMG) de 5,25 euros par action a été dépassée par une offre de 5,90 euros par action lancée par *Talpa*, le holding de John De Mol qui détient déjà une participation de 20,6 % dans TMG. Mediahuis, qui est notamment propriétaire du journal *De Standaard* et du groupe néerlandais *NRC*, étudie la situation mais a indiqué qu'une sur-enchère n'était pas à l'ordre du jour. Le cours de TMG a dépassé le niveau de l'offre de Talpa, ce qui a incité un analyste à augmenter son objectif de cours pour TMG à 6,25 euros.

Miser sur une pause chez Galapagos

À la mi-novembre de l'an dernier, l'action **Galapagos** coûtait environ 55 EUR. Deux mois plus tard, elle avait engrangé 18 %. Nous avons alors émis le put juin au prix d'exercice de 56 EUR et avons reçu 6,30 EUR en échange. Entre-temps, ce même contrat coûte moins de la moitié. Nous pourrions donc clôturer la position et mettre définitivement la plus-value en poche. Mais dans la mesure où nous pensons que le cours de l'action peut encore progresser, nous pourrions aussi le conserver. Le put perdra peut-être encore de la valeur dans les prochains mois, ce qui accroîtra la plus-value.

Galapagos nourrit toujours de grandes ambitions. Pour l'heure, il a plus de 900 millions EUR en caisse, grâce à une importante injection de capital de son partenaire *Gilead Sciences* (lire également en page 8), à son introduction en Bourse sur le *Nasdaq* et à plusieurs paiements

d'étape.

À plus long terme, nous tablons sur des cours plus élevés, mais il ne serait pas illogique que le cours s'offre une pause. D'où l'abaissement de conseil dans notre précédent numéro, à «conserver/attendre». Les actuels détenteurs de l'action peuvent envisager d'exploiter le calme actuel pour doper le rendement. Le moment est idéal car le prix de l'option call est très élevé.

Call émis

Émission d'un call Galapagos juin 2017 au prix d'exercice de 65 EUR à 4,50 EUR

Si vous émettez cette option d'achat, vous recevez directement 4,50 EUR. C'est un rendement immédiat de 7 %. Elle ne sera cependant exercée que si le cours de l'action se hisse au-delà de 65 EUR, ce qui représente encore 6 % de plus que le cours actuel. Si vous

concluez ce contrat, vous avez donc la garantie d'obtenir un rendement de 13 % sur 5 mois si le cours de l'action se hisse à 65 EUR. Si celui-ci reste inférieur à 65 EUR, vous obtiendrez un rendement de «seulement» 7 %.

Répetons que l'émission de calls ne se justifie que lorsque vous détenez la valeur sous-jacente (les actions Galapagos, dans ce cas). Dans le cas contraire, vous courez un risque illimité. Si vous désirez augmenter les chances de ne pas devoir livrer les actions trop rapidement, nous vous conseillons le call juin au prix d'exercice de 70 EUR. La prime produite sera malgré tout de 2,80 EUR. Sur le cours actuel de l'action Galapagos, cela représente un rendement de 4,5 %. Si le cours progresse au 16 juin au-delà de 70 EUR, votre rendement atteindra 17,5 %. ☉

Un tracker pour miser sur l'industrie de l'uranium

Fin novembre, le cours de l'uranium (carburant nucléaire) est retombé à moins de 18 dollars la livre, son plus bas niveau depuis 2003. Les actions des producteurs se sont effondrées dans la foulée. Ces deux derniers mois, le cours de l'uranium s'est cependant redressé en direction de 25 dollars, sous l'effet des déclarations d'*Askar Zhumagaliyev*, président de l'entreprise d'État kazakhe *Kazatomprom*. Au cours de la décennie écoulée, le Kazakhstan est devenu le plus grand producteur mondial d'uranium, notamment grâce à des coûts de production très bas. Mais la baisse constante des prix commence manifestement à faire sentir ses effets jusque-là. En raison de la suroffre, le pays veut réduire sa production d'uranium d'environ 10 % cette

année, soit d'un peu plus de 5 millions de livres ou 3 % de la production minière mondiale. Avec le **Global X Uranium ETF**, il est possible d'investir de manière diversifiée dans une industrie de l'uranium que les marchés sont manifestement en train de redécouvrir.

Code ISIN : US37954Y8710

Bourse : New York Stock Exchange

Ticker : URA

Première cotation : novembre 2010

Actifs sous gestion : 245 millions de dollars

Perf. cours depuis le 01/01 : +40 %

Perf. cours sur 12 mois : +60 %

Perf. cours sur 3 ans : -38 %

Frais annuels de gestion : 0,69 %

Ce tracker émis par le spécialiste des ETF Global X Funds reflète les perfor-

mances du *Solactive Global Uranium Index*. L'indice compte 22 entreprises dont 12 ont leur siège au Canada. Les actifs opérationnels sont généralement répartis sur plusieurs continents.

Principales positions individuelles de l'indice (au 24/01)

1. Cameco
2. Nexgen Energy
3. Uranium Energy
4. Uranium Participation Corp.
5. Denison Mines

Ces cinq plus grandes positions représentent ensemble à peu près la moitié de l'indice sous-jacent. Cameco pèse environ 20 % de l'indice. Malgré la récente flambée du cours, URA s'échange toujours 85 % sous son niveau de début 2011. ☉

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (18,64%)									
Anglo Eastern Plantations	GB0000365774	410,00	600	PNC	719,75	€ 5.070,45	4,20	1A	01/17
CF Industries	US1252691001	24,77	125	USD	36,51	€ 4.272,77	3,54	2B	04/17
Potash Corp.	CA73755L1076	22,21	175	USD	18,74	€ 3.302,78	2,73	2B	03/17
Sipef	BE0003898187	45,14	100	EUR	63,46	€ 6.389,80	5,29	2B	02/17
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	100	EUR	34,75	€ 3.475,00	2,88	1B	44/16
ÉNERGIE (17,99%)									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,42	1.250	EUR	2,40	€ 3.000,00	2,48	1B	49/16
Cameco	CA13321L1085	10,86	250	USD	12,98	€ 3.038,11	2,52	1C	01/17
Schlumberger	AN8068571086	80,76	50	USD	84,50	€ 3.955,62	3,27	1A	05/17
Transocean Inc	CH0048265513	14,35	225	USD	14,90	€ 3.138,75	2,60	1C	01/17
United States Brent Oil Fund	US91167Q1004	14,79	250	USD	15,23	€ 3.564,74	2,95	1B	05/17
Velcan	FR0010245803	12,74	450	EUR	11,18	€ 5.031,00	4,17	1B	44/16
OR&MÉTAUX (30,52%)									
Franco-Nevada	CA3518581051	47,31	60	USD	62,85	€ 3.542,41	2,93	1B	47/16
iShares Silver Trust	US46428Q1094	16,45	350	USD	16,22	€ 5.315,05	4,40	1B	47/16
Nyrstar	BE0974294267	7,39	400	EUR	7,53	€ 3.011,20	2,49	1C	01/17
Silver Wheaton	CA8283361076	17,98	175	USD	21,42	€ 3.530,46	2,92	1B	47/16
Spdr Gold Shares	US78463V1070	118,21	100	USD	113,49	€ 10.625,41	8,80	1B	04/17
VanEck Vectors Gold Miners Etf	US92189F1066	13,69	500	USD	23,22	€ 10.843,13	8,98	1B	04/17
VALEURS DE BASE/TRACKERS (14,41%)									
Bolloré	FR0000039299	3,06	1.000	EUR	3,79	€ 3.812,50	3,16	1B	02/17
Daimler	DE0007100000	62,25	50	EUR	70,72	€ 3.536,00	2,93	1B	44/16
iShares MSCI Japan	IE00B42Z5J44	37,39	125	EUR	44,74	€ 5.592,50	4,63	1A	50/16
iShares Stoxx600 Banks	DE000A0F5UJ7	14,29	250	EUR	17,85	€ 4.462,50	3,69	1B	48/16
VIEILLISSEMENT (16,15%)									
Ablynx	BE0003877942	12,52	400	EUR	12,03	€ 4.812,00	3,98	1C	05/17
Argen-X	NL0010832176	13,25	150	EUR	16,11	€ 2.416,50	2,00	1C	45/16
Bone Therapeutics	BE0974280126	18,17	200	EUR	8,27	€ 1.654,60	1,37	1C	04/17
Fagron	BE0003874915	12,85	300	EUR	9,45	€ 2.946,90	2,44	2B	42/16
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	5,03	€ 2.515,50	2,08	1C	01/17
Mithra Pharmaceuticals	BE0974283153	9,09	175	EUR	10,50	€ 1.837,50	1,52	1C	48/16
Novo Nordisk ADR	US6701002056	35,20	100	USD	35,78	€ 3.325,83	2,75	1B	01/17

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	119.227,10	99,34	790,11	0,66	120.017,21	100,0

COMPARAISON DES PERFORMANCES

	Depuis le 01/01/2017		Depuis le 01/01/2017
Initié de la Bourse	+4,7%	Indice Eurostoxx50	+0,4%
Indice Bel20 (**)	-0,1%	Indice MSCI World	+2,8%

(*) 1 : acheter 2 : conserver 3 : vendre A : risque faible B : risque moyen C : risque élevé

Ordres d'achat : -

Ordres de vente : -

Le Dow Jones au-delà des 20.000 points

On s'y attendait depuis plusieurs semaines. La semaine dernière, l'indice *Dow Jones* a finalement franchi le cap des 20.000 points. Pour autant, cette étape a avant tout une valeur symbolique. Le Dow Jones n'est plus l'indice de référence des Bourses mondiales, et cette évolution n'a donc pas soulevé de vague d'euphorie. Pour l'heure, les résultats trimestriels ne donnent pas encore d'impulsion franchement positive. Mais il est encore tôt pour tirer des conclusions. S'agissant de notre portefeuille, la saison des résultats a

commencé avec l'entreprise Schlumberger, le plus grand prestataire de services pétroliers au monde.

Schlumberger: résultats conformes aux attentes

Il convient d'être honnête: pour l'heure, il n'y a pas eu de renversement spectaculaire de la tendance sur le marché des services pétroliers. *Paal Kibsgaard*, le directeur (CEO) de Schlumberger, avait annoncé en marge de la publication des résultats du deuxième trimestre l'été dernier que le lourd cycle

pétrolier observé avait atteint son plancher. Et il semble, sur la base des chiffres du groupe, que c'est partiellement vrai. On ne peut décemment pas parler d'autre chose que d'une stagnation à faible niveau, vu la hausse du chiffre d'affaires (CA) de 1 % par rapport au trimestre précédent (7,10 milliards de dollars contre 7,02 milliards de dollars). D'autant qu'au quatrième trimestre de 2014, le groupe avait encore réalisé un CA de 12,6 milliards de dollars. Celui du quatrième trimestre de 2015 s'était élevé à 7,7 milliards de dollars, et c'était 8 % de

plus qu'au dernier trimestre de l'an dernier.

Redressement du bénéfice par action

Quant au redressement du bénéfice, il est encore limité. Si nous extrayons des résultats les coûts d'acquisition et d'intégration, de même que les réductions de valeur exceptionnelles, le bénéfice par action s'élève à 0,27 dollar, contre 0,25 dollar au troisième trimestre et 0,23 dollar au deuxième trimestre. On note donc à nouveau une hausse du bénéfice par action par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, le chiffre est tout juste supérieur au consensus de 0,26 dollar par action. Avant de verser dans l'euphorie, notons que, par rapport au même trimestre de l'an dernier, le bénéfice est encore en repli de 58 % (0,65 dollar par action au quatrième trimestre de 2016). Pour cette année, les analystes s'accordent sur un redresse-

SCHLUMBERGER COMPTE PARMICelui qui se fait de mieux dans le secteur des services pétroliers.

ment du CA vers les 31,4 milliards de dollars, soit près de 16 % de plus que les 27,8 milliards de dollars de 2016, mais cela reste bien loin du CA maximal atteint en 2014, de 48,6 milliards de dollars.

Le redressement du CA doit aussi contribuer à une forte hausse du béné-

L'ACTU DES SOCIÉTÉS COTÉES

Énergie

7C Solarparken : est désormais suivi également par Independent Research, qui a d'emblée recommandé l'achat et fixé l'objectif de cours à 2,85 euros.

Agriculture

Potash Corp. : après une forte hausse de cours, le géant des engrais a tempéré ses attentes pour 2017, en avançant une fourchette de bénéfice de 35 à 55 centimes de dollar, alors que les analystes tablaient sur 62 centimes (*découvrez l'analyse de l'action cette semaine sur le site Internet, et la semaine prochaine dans notre numéro*).

Vieillessement de la population

Ablynx : l'un des investisseurs en biotech les plus connus des Pays-Bas,

A. van Herk, a renforcé sensiblement sa participation dans Ablynx, à plus de 10 %, par l'intermédiaire de Van Herk Investments. En août 2016, il détenait déjà plus de 5 %. En outre, la société biotech gantoise a publié des résultats de phase Ib encourageants pour un médicament potentiel contre le psoriasis, développé conjointement avec son partenaire allemand Merck KGaA.

Mithra Pharmaceuticals : a annoncé le lancement de la procédure de commercialisation de Myring en Union européenne et aux États-Unis. Myring est un contraceptif équivalent à NuvaRing, dont le brevet vient à échéance l'an prochain.

ficie par action, de 1,14 dollar en 2016 à 1,85 dollar cette année. À titre de comparaison, en 2014, le groupe réalisait encore 5,57 dollars par action. Pour l'année prochaine cependant, les analystes tablent déjà sur 3,50 dollars par action, presque le double de cette année et plus de trois fois plus qu'en 2016. Le plancher semble donc atteint.

Atouts indéniables

Schlumberger bénéficie d'une grande crédibilité auprès des analystes et des investisseurs. Il faut dire que le géant dispose de la meilleure expertise technologique en matière de gaz de schiste, en témoignant les excellents résultats en matière de production. Un autre atout important à plus long terme du prestataire franco-américain de services pétroliers est sa présence mondiale. Il a réalisé 75 % de son CA en dehors de

l'Amérique du Nord au troisième trimestre. Un autre atout est la large palette de produits et services qu'il peut proposer à ses clients, en premier lieu les majors pétrolières.

Schlumberger compte parmi ce qui se fait de mieux dans le secteur des services pétroliers. De nombreux signaux suggérant que le secteur avait atteint son plancher, nous avons repris l'action en portefeuille modèle il y a quelques mois. Celle-ci semble très chère sur la base du rapport cours/bénéfice attendu de cette année, mais c'est typique d'une fin de cycle baissier, lorsque les profits sont au plus bas. Sur la base des prévisions pour 2018, la valorisation est déjà bien plus raisonnable. ©

Paru sur initiedelabourse.be
le 25 janvier

SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

	Rating*	Commentaire
Archer Daniels Midland	1B	L'action affiche à nouveau une valorisation attrayante
Deceuninck	1B	Valorisation raisonnable et série de nouveaux projets
Evs Broadcast Equipment	1B	Le carnet d'ordres remonte. Candidat 2016
Kinross Gold Corporation	1C	Mine d'or très bon marché. Réservé aux investisseurs plus actifs.
McEwen Mining	1C	Palmarès impressionnant de Robert McEwen; mine d'or avec des perspectives prometteuses
Michelin	1B	Le plus grand producteur de pneus au monde est bon marché
Mosaic Company	1B	Valeur dans le secteur d'agriculture; valorisation très attrayante
Newmont Mining	1B	Nouveau feu d'artifice attendu en 2017
Picanol	1B	Magnifique turnaround
Proximus	1B	Cours à son plus-bas en 2 ans; séduisant rendement de dividende de 6 % brut
Purecircle Ltd	1B	Correction excessive; les perspectives sont excellentes
Resilux	1A	La position de trésorerie nette offre des possibilités de croissance supplémentaire
Royal Dutch Shell A	1B	Le dividende est très attrayant (7% brut)
Sandstorm Gold	1B	a franchi plusieurs étapes dans la bonne direction. Une opportunité.
Texaf	1B	Scission Imbakin Holding
Total	1A	Valeur de dividende défensive (6% brut)

(*) 1:koopwaardig 2:opbouwen 3:houden 4:afbouwen 5:verkopen A:laag risico B:gemiddeld risico C:hoog risico D:zeer hoog risico

Les minières sortent du trou

Début 2016, les entreprises minières étaient très à la peine. L'époque où les matières premières se vendaient au prix fort était définitivement révolue, la chute des revenus et les bilans gonflés par les dettes pesaient sur les bénéfices. En 2015, les 40 plus grandes entreprises minières au monde avaient vu leur chiffre d'affaires total reculer de 20 % par rapport à 2014. Leur bénéfice cumulé de 50 milliards de dollars en 2014 s'était transformé en une perte de 27 milliards de dollars cette année-là. L'éclatement de la bulle des matières premières a également renvoyé les obligations sous leur pair.

Nouvelles priorités

Les minières ont été contraintes de revoir leurs priorités. La croissance à tout prix a fait place à l'assainissement des bilans. Ceux-ci avaient pâti de réductions de valeur sur actifs d'un total de 53 milliards de dollars – la principale cause des pertes en 2015. Pendant les années de vaches grasses, les entreprises minières avaient énormément investi dans de nouvelles capacités et des acquisitions. Il fallait grandir pour satisfaire l'appétit apparemment insatiable des Chinois pour les matières premières. L'argent était disponible en abondance : grâce à leurs bénéfices élevés et à la poli-

OBLIGATION DE LA SEMAINE

BASF 2,5 % 18/01/2022USD

- Comme prévu, le géant de la chimie BASF a enregistré une nette baisse de son chiffre d'affaires (CA) en 2016. Les ventes ont reculé de 25 % à 42,7 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de l'année. Le bénéfice net s'est contracté de 8 %, à 3,4 milliards d'euros. La baisse du CA est en partie la conséquence d'un échange d'actifs avec le groupe russe Gazprom en 2015, dans le cadre duquel la filiale de BASF Wintershall a échangé ses activités de négoce et de stockage de gaz naturel contre une série d'importants champs pétroliers et gaziers. La

division Pétrole et gaz est parvenue à accroître sa production de 13 %, mais a vu son CA reculer de 85 % en raison de l'échange d'actifs, de la baisse des cours du pétrole et du gaz et d'un effet de change négatif. Le recul des cours des matières premières s'est également répercuté sur les prix de vente, raison pour laquelle la division chimique a vu son CA diminuer de 14 %.

- BASF dispose d'un bilan financier robuste. La dette financière nette s'établissait à 12,3 milliards d'euros (-5 % par rapport au 31/12/2015) fin septembre 2016, pour

des fonds propres de 29,7 milliards d'euros. Les cash-flows opérationnels – dans lesquels sont imputées les charges d'intérêt de 501 millions d'euros – ont atteint 5,84 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année ; ils couvrent largement les investissements (2,78 milliards d'euros) et le dividende (2,75 milliards d'euros).

- Notre sélection d'obligations compte deux titres BASF, l'un en dollar américain (5 ans d'échéance ; rendement brut de 2,6 %) et l'autre en livre britannique (8 ans ; 1,8 %).

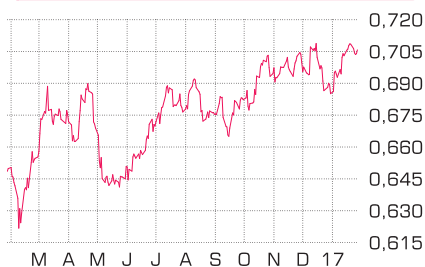
tique des banques centrales occidentales, les minières pouvaient emprunter à des conditions extrêmement favorables. La chute des cours de matières premières a cependant plongé dans le rouge un grand nombre de ces actifs, ce qui a

provoqué des réductions de valeur forcées.

Retournement

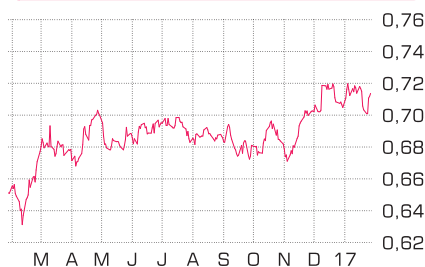
C'est début 2016 que le secteur minier a ainsi atteint son plancher. Depuis, les

AUDEUR



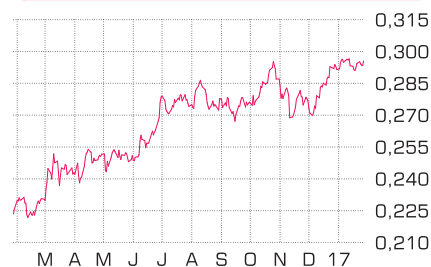
▀ Cours: 0,71 EUR
 ▀ Ticker: -
 ▀ Code ISIN: -

CADEUR

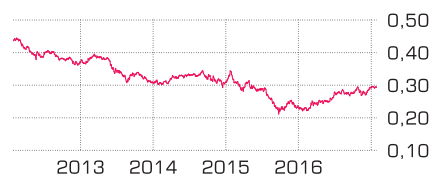
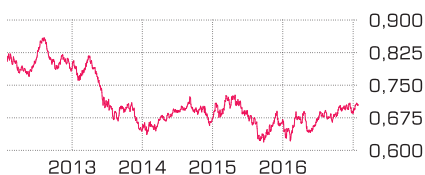


▀ Cours: 0,71 EUR
 ▀ Ticker: -
 ▀ Code ISIN: -

BRLEUR



▀ Cours: 0,30 EUR
 ▀ Ticker: -
 ▀ Code ISIN: -



Devise	Émetteur	Coupon	Échéance	Cours	Rendement	Coupure	Note
EUR	Pinguin NV	5%	05/07/19	106,0	2,4%	1000	NR
EUR	Warehouses De Pauw	3,375%	13/06/21	105,7	2,0%	1000	NR
EUR	Studio 100	3,35%	23/06/22	106,6	2,0%	1000	NR
EUR	Deceuninck	3,75%	08/12/22	106,2	2,6%	1000	NR
USD	American Express Credit	2,25%	15/08/19	100,7	2,0%	2000	A-
USD	Morgan Stanley	2,8%	16/06/20	101,0	2,5%	1000	BBB+
USD	Verizon Communications	4,5%	15/09/20	106,9	2,5%	2000	BBB+
USD	BASF	2,5%	18/01/22	99,5	2,6%	2000	A
GBP	BASF	1,75%	11/03/25	99,8	1,8%	1000	A
NOK	BEI	1,5%	12/05/22	100,0	1,5%	10.000	AAA
SEK	BEI	1,25%	12/05/25	100,1	1,2%	10.000	AAA
CAD	Total Capital Canada	2,125%	30/01/20	100,7	1,9%	2000	A+
AUD	Ford Motor Credit Co	3,588%	02/06/20	100,0	3,6%	2000	BBB
NZD	VW Financial Services	4,25%	30/01/19	101,2	3,6%	2000	BBB+
ZAR	KfW	7%	21/01/19	98,1	8,1%	5000	AAA
TRY	BEI	9,25%	20/07/18	97,4	11,1%	1000	AAA

LES PRINCIPAUX COURS DE CHANGE

Cours de change	Niveau	Perf. 1 an
EUR/USD	1,0682	-1,1%
EUR/GBP	0,8479	+12,4%
EUR/NOK	8,9128	-5,5%
EUR/SEK	9,4451	+2,1%
EUR/CAD	1,3994	-8,4%
EUR/AUD	1,4176	-8,6%
EUR/NZD	1,4744	-12,0%
EUR/ZAR	14,2918	-20,0%
EUR/TRY	4,1281	+27,1%

cours des matières premières ont enregistré un redressement spectaculaire. Les inquiétudes liées à un ralentissement de la croissance en Chine se sont dissipées, tout comme celles relatives à une flambée des taux aux États-Unis (qui pèserait sur la croissance américaine). De plus, la nette contraction des investissements et la fermeture des mines non rentables ont ralenti la croissance de l'offre. Le minerai de fer (+30 %) et le coke (+130 %) se sont particulièrement distingués, stimulés par la hausse de la demande chinoise. Les mesures de relance des pouvoirs publics y ont déclenché un nouveau boom de la construction.

Les groupes miniers ont également été aidés par un dollar fort, surtout ceux dont les coûts sont libellés dans d'autres monnaies plus faibles alors qu'ils réalisent leur chiffre d'affaires en billets verts. Enfin, le recul du cours du pétrole a réduit les frais de transport.

Miracles

L'évolution des priorités des grandes

entreprises minières est une bonne nouvelle pour les détenteurs d'obligations. Les économies, la contraction des investissements et la baisse des dividendes accroissent en effet l'écart entre les revenus opérationnels et les charges financières. Le géant britannico-australien de l'industrie minière *BHP Billiton* a ainsi réduit ses frais de fonctionnement de 16 % en 2016 (et entend encore économiser 12 % cette année). En outre, la diminution des investissements et la modification de la politique de dividende (au lieu d'un dividende fixe, le groupe distribue désormais la moitié du bénéfice net) accroissent aussi les capitaux disponibles. Ses concurrents *Rio Tinto* et *Glencore* ont également fait

LES COURS DES OBLIGATIONS DE MINIÈRES SE SONT REDRESSÉS GRÂCE AUX NOUVELLES MESURES DE RELANCE (TEMPORAIRES) DES AUTORITÉS CHINOISES.

des économies sur leurs investissements et dividendes, et nettement réduit leur dette financière.

Le redressement des cours des matières premières et la plus grande discipline financière des entreprises minières ont fait des miracles sur les marchés obligataires. Ainsi, le cours de *BHP Billiton Finance* en euro (échéance : 2033 ; coupon : 3,125 %) était retombé

sous 95 % de la valeur nominale début 2016 (pic de 130 % au printemps 2015) ; aujourd'hui, l'obligation s'échange à 115 %. *Glencore Funding* en dollar (échéance : 2025 ; coupon : 4 %) s'échangeait à 65 % de sa valeur nominale début 2016 ; aujourd'hui, elle est revenue à 100 %. En Belgique, le fondeur de zinc *Nyrstar* a profité de la forte hausse du cours du métal en 2016 : l'obligation en euro de *Nyrstar Netherlands Holdings* (échéance : 2019 ; coupon : 8,5 %) s'est redressée de 80 % début 2016 à 109 % aujourd'hui. La hausse des cours a également été soutenue par l'amélioration des notes de solvabilité, consécutive à la hausse des cours des matières premières et aux interventions financières des entreprises minières.

Prudence !

Nous vous conseillons cependant de ne pas vous laisser entraîner par le redressement des cours des obligations du secteur minier. Le principal moteur du secteur reste la Chine, qui représente 40 % de la demande mondiale de matières premières. Le redressement des métaux industriels, du minerai de fer, du zinc et du coke en 2016 s'explique avant tout par le rebond du secteur chinois de la construction. Celui-ci n'est cependant intervenu que par la grâce des nouvelles mesures de relance (temporaires) des autorités chinoises. Le pays est confronté à un endettement élevé, qui finira inévitablement par peser sur la croissance économique. De plus, la Chine veut sortir de son ancien modèle de croissance basé sur les investissements dans des actifs corporels – qui exige beaucoup de matières premières – au profit d'une croissance fondée sur la consommation intérieure. ©

Question d'un lecteur

Pourquoi Ablynx affiche-t-elle une capitalisation boursière nettement inférieure à celle de Galapagos ? L'entreprise biotechnologique gantoise ne possède-t-elle pas un portefeuille de produits beaucoup plus large ?

Il est vrai qu'une différence significative s'est creusée entre les capitalisations boursières d'Ablynx (734 millions d'euros) et de Galapagos (2,88 milliards d'euros) ces dernières années. Fin 2014, elles s'établissaient encore à respectivement 491 millions et 469 millions d'euros. L'accord très intéressant conclu entre Galapagos et Gilead Sciences fin 2015 pour Filgotinib, un médicament contre le rhumatisme, est une première raison importante à cet écart. Galapagos a reçu un paiement d'étape de 725 millions de dollars (dont 425 millions par une augmentation de capital) et a profité du momentum positif pour réussir son entrée sur le Nasdaq, faisant ainsi une apparition remarquée sur le radar de tous ceux qui suivent les biotechs au niveau international. Nous avons récemment abaissé la note à «conserver» parce que nous estimons qu'après

une hausse du cours de 37 % depuis l'été dernier, le marché tient désormais compte de l'évolution positive du programme lié à la mucoviscidose.

Une deuxième raison importante à la divergence dans l'évolution des deux capitalisations boursières est la performance décevante de l'action Ablynx en 2016. La décision prise par son partenaire AbbVie de ne pas prendre en licence (pour l'instant) Vobarilizumab, un médicament potentiel contre le rhumatisme, a été trop lourdement sanctionnée par le marché et a éclipsé l'évolution positive sous-jacente de son pipeline. L'action a certes repris 11 % depuis le 1er janvier, notamment grâce à un conseil d'achat émis par Jefferies, mais la capitalisation boursière reflète à peine plus que la valeur actuelle de Caplacizumab, un médicament contre les maladies du sang, et la position de trésorerie. C'est précisément dans de telles périodes défavorables que les investisseurs adeptes d'une vision à long terme peuvent frapper.

Manifestement, l'investisseur néerlandais Van Herk est du même avis,

puisqu'il a signalé la semaine dernière l'acquisition d'une participation de 10,07 %, après avoir annoncé une première participation de 3,02 % en juin 2016 et une autre de 5,40 % en août de l'an dernier. Il détient également 7,4 % de Galapagos. Concernant Ablynx, nous nous attendons à ce que l'attention se concentre cette année sur la commercialisation imminente de Caplacizumab, prévue à partir de 2018 en Europe, ainsi que sur le début de la révélation de l'énorme potentiel de la collaboration avec Merck, leader sur le marché, dans l'immunologie du cancer. Ablynx reste «digne d'achat», avec le risque supérieur à la moyenne propre aux biotechs (1C). ☉

UNE QUESTION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT ?

Chaque semaine, nous traitons une question d'actualité d'un abonné. Vous avez une question relative à vos investissements ? Envoyez-la par courriel à initiedelabourse@roularta.be et vous en lirez peut-être la réponse ici.

Agenda

JEUDI 2 FÉVRIER

Daimler : résultats annuels 2016
Deutsche Bank : résultats annuels 2016
Harmony : résultats annuels 2016
ING : résultats annuels 2016
Royal Dutch Shell : résultats annuels 2016

VENDREDI 3 FÉVRIER

WDP : résultats semestriels 2016-2017

Mardi 7 février

BNP Paribas : résultats annuels 2016
BP : résultats annuels 2016
Fagron : résultats annuels 2016
Munich Re : résultats annuels 2016

MERCREDI 8 FÉVRIER

Intervest Offices : résultats annuels 2016
Melexis : résultats annuels 2016
Rio Tinto : résultats annuels 2016
Sanofi : résultats annuels 2016
SBM Offshore : résultats annuels 2016
TomTom : résultats annuels 2016

Mis à jour quotidiennement sur
www.initiedelabourse.be

Index d'actions

Ablynx	16
Actelion	10
Ahold Delhaize	4
Aker BP	5
ASML	6
Boskalis	7
BT Group	10
Galapagos	11
Gilead Sciences	8
Oracle	9
Philips	10
Schlumberger	12
Telegraaf Media Groep	10

DÉJÀ PARU SUR LE SITE INITIEDELABOURSE.BE

Jeudi 26/01

- Oracle
- Listes d'actions

Vendredi 27/01

- ASML
- Boskalis

Dimanche 29/01

- Aker BP
- Ahold Delhaize

Lundi 30/01

- Options : Galapagos
- Dérivés : uranium

Mardi 31/01

- Gilead Sciences
- Question d'un lecteur : Ablynx

Mercredi 01/2

- Euronav
- IBM
- Édition n°4 au format PDF

CHATTEZ AVEC NOUS !

Rendez-vous ce jeudi 02/02 entre 12 et 13 heures sur
<http://initiedelabourse.be/chat>.