



Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50 €/min.)
le vendredi de 9h30 - 12h00

4 mars 2016 - n° 9B

45e année

Antwerpen

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

ACTIONS 2-5

D'leteren
Telenet
UCB
Technip

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Agnico Eagle Mines

DÉRIVÉS 8

Livre sterling : Brexit or not Brexit ?

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

AB InBev
Bekaert
Delta Lloyd
Proximus

OPTIONS 10

Total

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

Gamesa
Transocean

PORTEFEUILLE 12

Fagron

Index d'actions

| | |
|--------------------|----|
| AB InBev | 9 |
| Agnico Eagle Mines | 7 |
| Bekaert | 9 |
| Delta Lloyd | 9 |
| D'leteren | 2 |
| Fagron | 12 |
| Gamesa | 10 |
| Proximus | 9 |
| Technip | 5 |
| Telenet | 3 |
| Total | 10 |
| Transocean | 11 |
| UCB | 4 |

La semaine prochaine sera encore riche en événements. Pour l'énième fois ces dernières années, une importante banque centrale réunit son Conseil des gouverneurs... Cette fois c'est au tour de notre Banque centrale européenne (BCE). Mario Draghi montera donc au filet, à nouveau.

La dernière fois, en décembre, son intervention n'a pas remporté un franc succès, contrairement à la rencontre de janvier 2015, lorsque la BCE a décidé de mettre en place son programme d'assouplissement quantitatif (QE ; programme de rachat d'obligations). Draghi n'a en effet pas annoncé de relèvement du montant du programme de rachats obligataires (actuellement 60 milliards EUR), contrairement à ce qu'espéraient les marchés. Il s'est contenté d'abaisser encore les taux sur les dépôts liquides des banques à la Banque centrale et de reporter le délai d'octobre 2016 à mars 2017.

Ces dernières semaines, Draghi a annoncé que de nouvelles mesures seraient prises. Et il ne se permettra probablement pas de décevoir à nouveau les marchés. Tous les espoirs sont permis, car les Bourses européennes prendraient volontiers un petit remontant. Elles y verraient peut-être même un catalyseur pour un redressement à court terme. Voilà qui cadrerait parfaitement avec notre stratégie.

Munitions épuisées

Le très mauvais départ des Bourses en 2016 n'est-il pas dû précisément à cette crainte ? Celle, en l'occurrence, que la politique monétaire extrêmement souple ne fonctionne plus, ou soit moins efficace. Le ralentissement actuel de l'économie mondiale semble

en effet l'attester. En tout cas, de nombreuses études démontrent que les retombées positives directes diminuent dans le temps et que les effets secondaires indirects et défavorables augmentent en importance. L'un de ces effets secondaires, perçu comme une menace plus récemment, est l'augmentation explosive des dettes dans les pays émergents, Chine en tête. L'abondance des crédits s'est traduite par une surcapacité dans de nombreuses branches industrielles, comme le secteur aciériste. Alors que dans la plupart des pays occidentaux, l'octroi de crédits, malgré le QE, n'a augmenté que modérément.

Dans tous les cas, l'inflation est encore faible au niveau mondial, et la croissance reste modérée, malgré les efforts énormes et historiques des banques centrales. Plus personne ne se méprend sur les pouvoirs prétendument miraculeux de l'assouplissement monétaire sur l'économie réelle. Même sur les marchés financiers, la confiance dans les banques centrales s'érode. Il suffit pour s'en convaincre d'observer la hausse du cours de l'or ces derniers mois.

D'autre part, la Federal Reserve n'a relevé qu'une seule fois ses taux malgré plusieurs années de redressement économique. L'économie américaine a récemment donné des signes d'affaiblissement mais sa banque centrale n'a plus la latitude suffisante pour y donner une réponse. Si la menace de récession devient réelle l'an prochain, la Fed pourrait basculer vers une politique de taux négatifs. Elle n'a en effet la possibilité de réduire qu'une seule fois ses taux, et vu le tableau précédemment dépeint, un QE4 et la mise en péril de son propre bilan ne figurent pas parmi les options. ■

Actions belges

AUTOMOBILE D'Ieteren



Les résultats de D'Ieteren fluctuent beaucoup. Alors que ces dernières années, le groupe a collectionné les avertissements sur bénéfices, la semaine dernière, il a publié des chiffres étonnamment solides. Sur une base comparable, son bénéfice brut courant a progressé l'an dernier de 31%, alors que le marché anticipait une hausse comprise entre 20 et 25%. La progression rapportée du bénéfice s'est limitée à 20,6% en tenant compte également des activités suspendues en 2015 au Brésil et en Chine. Il en ressort que le bénéfice brut courant du 2e semestre a légèrement reculé, après le rebond de cours de 61,5% au 1er semestre 2015. Pour cette année également, la direction anticipe un bénéfice brut courant stable ou légèrement inférieur. D'Ieteren Auto est confronté à des frais de marketing plus élevés et aux retombées du scandale sur le diesel chez Volkswagen (VW). Belron, actif dans le vitrage automobile, prévoit certes une modeste croissance organique mais devra verser davantage de bonus à la direction. N'oublions pas que D'Ieteren a encore tiré profit, en 2015, de l'hiver américain rigoureux et la vigueur relative du dollar (USD) et de la livre sterling (GBP), alors que l'hiver clément en Europe n'a pas particulièrement soutenu les résultats. Ces circonstances météorologiques

D'IETEREN



Cours: 35,16 EUR
Ticker: DIE Bruxelles
Code ISIN: BE0974259880



et effets de cours peuvent affecter les résultats. Belron reste la principale filiale du groupe, avec une part d'environ deux tiers du bénéfice du groupe. L'an dernier, le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 13%, dont 4,7% de croissance organique. L'augmentation est sinon principalement attribuable à l'USD. Le résultat opérationnel courant (REBIT) s'est accru de 11,5%, à nouveau grâce notamment à l'USD, mais aussi à la hausse des ventes aux USA et à des économies de coûts en Europe. Aux USA, Belron a tiré profit à la fois d'une amélioration de ses parts de marché et du marché. En Europe, les ventes évoluent un peu moins favorablement. Les ventes comparables ont reculé de 2,5%, en raison notamment de l'hiver doux et de la concurrence en hausse. Pour cette année, Belron prévoit une légère croissance organique des ventes. La filiale D'Ieteren Auto, importateur des

marques de VW sur le marché belge, et qui représente l'autre tiers du bénéfice du groupe, a connu une très bonne année 2015, malgré le scandale du diesel chez VW. La société a livré 3% de véhicules supplémentaires et vu son CA progresser de 8% car elle a vendu des modèles relativement plus coûteux. Son bénéfice courant s'est même accru de 41,9%. À partir d'octobre, le carnet de commandes a été affecté par le scandale mais grâce à des efforts marketing supplémentaires, ce repli était rattrapé en fin d'année. Grâce au succès du Salon de l'Auto, le carnet de commandes était de 24,3% plus élevé que douze mois plus tôt fin janvier. Pour l'ensemble de l'exercice 2016, D'Ieteren Auto prévoit une part de marché stable, ce qui doit donner lieu à un bénéfice courant légèrement inférieur en raison de la hausse des frais de marketing. ■

Conclusion

L'an dernier, D'Ieteren a connu un redressement de la rentabilité plus soutenu que prévu. Belron est cependant confronté, surtout en dehors des États-Unis, à la baisse du marché, et D'Ieteren Auto aux retombées du scandale diesel. Les investisseurs paient 13 fois le bénéfice pour cette année, et la valeur d'entreprise (EV) s'élève environ à 7 fois le cash-flow opérationnel (EBITDA). Dans l'attente de connaître de nouvelles perspectives de croissance, notre conseil reste neutre.

Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

VOLKSWAGEN



Cours: 115,50 EUR
Ticker: VOW3 Francfort
Code ISIN: DE0007664039



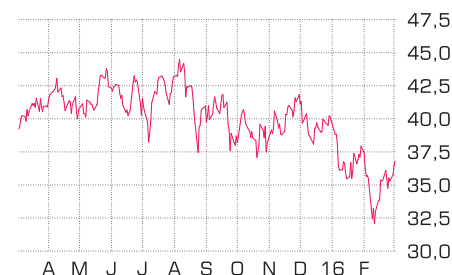
PORSCHE HOLDING



Cours: 44,76 EUR
Ticker: PAH3 Xetra
Code ISIN: DE000PAH0038



SAINT-GOBAIN



Cours: 36,80 EUR
Ticker: SGO Paris
Code ISIN: FR0000125007



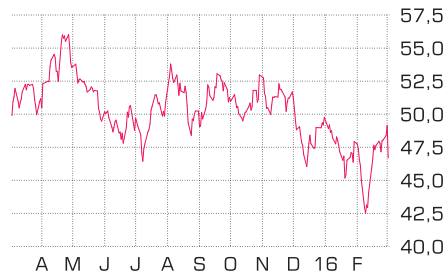
Actions belges

TÉLÉCOMS Telenet

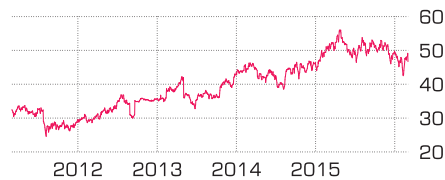


L'annonce par le deuxième actionnaire du groupe de sa décision de vendre la moitié de sa participation moyennant une décote par rapport au cours de marché a fait l'effet d'une douche froide aux actionnaires de Telenet cette semaine. Il s'agit en l'occurrence du fonds souverain norvégien Norges Bank Investment Management (NBIM), qui ces dernières années avait porté sa position à 5,3 millions d'actions, soit 4,5% du total. Sans doute cette transaction s'inscrit-elle dans une gestion normale de portefeuille, et le faible cours du pétrole n'y est-il pas étranger. Le câblo-opérateur belge dont l'actionnaire principal est américain a reçu le mois dernier le feu vert de la Commission européenne pour racheter Base. Telenet avait racheté cette filiale mobile au groupe néerlandais KPN l'an dernier pour 1,33 milliard EUR. L'opération permet à Telenet de disposer de son propre réseau mobile et de devenir le deuxième acteur belge sur le marché des télécommunications derrière Proximus. Avec l'acquisition de Base, Telenet ne devra plus louer de capacités de réseau. Le groupe le faisait auprès de Mobistar, en vertu d'un contrat qui court encore jusqu'en 2017. Cette période de chevauchement est d'ailleurs nécessaire, car Telenet ne pourra pas transférer en une fois son gros million

TELENET GROUP HOLDING



Cours: 46,70 EUR
Ticker: TNET Bruxelles
Code ISIN: BE0003826436



de clients mobiles sur le réseau Base. À terme, l'objectif est bien entendu que Telenet puisse également vendre d'autres services aux actuels clients de Base, comme l'Internet haut débit, la télévision numérique ou la téléphonie fixe. Environ la moitié des clients de Telenet achètent trois produits. Telenet espère atteindre ce pourcentage chez les clients Base. Avec Base, il veut enfin devenir un opérateur redouté sur le marché professionnel. Cela lui était impossible sans offre mobile propre, et la voie était grand ouverte pour Proximus. Après l'ouverture obligatoire du marché du câble, Telenet devra cependant compter avec Mobistar, qui propose sa propre offre télévisuelle. Telenet se fait fort d'éviter une guerre des prix. Les derniers résultats annuels publiés sont conformes aux attentes. Seul le programme annoncé de rachat d'actions propres, d'une valeur de 50 millions

EUR, a légèrement déçu. Le montant représente moins de 1% d'une valeur boursière de 5,5 milliards EUR. L'effet final reste d'ailleurs nul puisque le rachat d'actions propres ne fera que neutraliser les options accordées au personnel. Le chiffre d'affaires du groupe (1,8 milliard EUR) a progressé de 6% en 2015, dont 4% de croissance organique et 2% de hausse des tarifs. Les cash-flows opérationnels (EBITDA) ont augmenté de 4,9% à 944 millions EUR, ce qui représente une marge de 52,2%. Des prévisions concrètes pour 2016 ne seront publiées que fin avril : on ne saura en effet qu'à ce moment quand les résultats de Base seront intégrés aux comptes. La position de l'endettement a à nouveau légèrement augmenté, à 3,4 fois l'EBITDA. Les fonds propres du groupe restent également négatifs, mais cela ne constitue pas un problème tant que les cash-flows libres restent positifs (279 millions EUR en 2015). ■

Conclusion

La vente précitée par le deuxième actionnaire n'est pas favorable pour la confiance. Mais indépendamment de cette transaction, nous ne sommes pas très enthousiastes à l'idée d'un investissement dans Telenet. L'accent sera surtout placé sur l'intégration de Base au cours des semaines et mois à venir, et de nombreuses incertitudes planent encore sur la croissance. De plus, aucune reprise du versement d'un dividende n'est au programme dans l'immédiat. La valorisation est correcte.

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

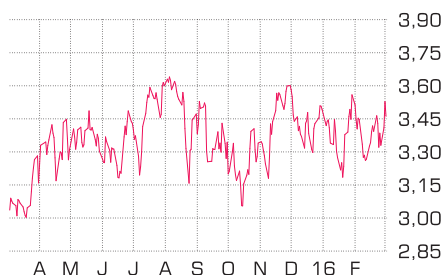
LIBERTY GLOBAL A



Cours: 37,80 USD
Ticker: LBTYA NASDAQ
Code ISIN: GB00B8W67662



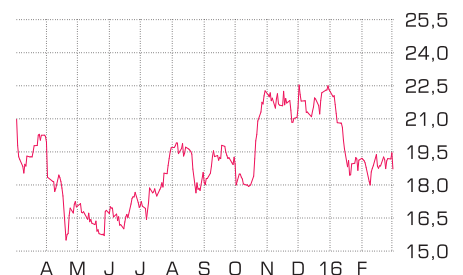
KPN



Cours: 3,46 EUR
Ticker: KPN Amsterdam
Code ISIN: NL0000009082



MOBISTAR



Cours: 18,72 EUR
Ticker: MOBB Bruxelles
Code ISIN: BE0003735496



Actions belges

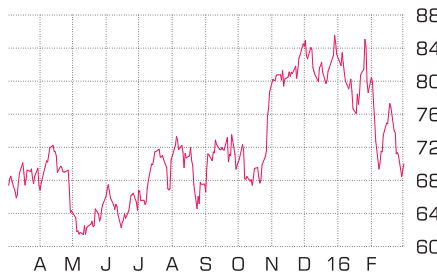
SECTEUR PHARMA

UCB



Le groupe pharmaceutique belge a publié un rapport annuel plus que satisfaisant, mais ce sont surtout ses prévisions pour 2016 qui ont séduit analystes comme investisseurs. Le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 16% l'an dernier (9% à cours de change constant) pour atteindre 3,88 milliards EUR (prévisions moyennes des analystes : 3,79 milliards EUR). Les ventes combinées des trois nouveaux médicaments vedettes, connus sous le sigle CVN (Cimzia, Vimpat et Neupro), ont augmenté de 38% (+29% à cours de change constant) à 2,76 milliards EUR, conformément aux estimations moyennes analystes. Cimzia (médicament contre le rhumatisme et la maladie de Crohn ; pic des ventes attendu de 1,5 milliard EUR) a accédé au statut de « blockbuster » avec un CA de 1,083 milliard EUR en 2015, alors que les prévisions moyennes faisaient état de 1,064 milliard. Une ascension de 36% en rythme annuel. Vimpat (médicament contre l'épilepsie ; pic des ventes attendu de 1,2 milliard EUR) a également répondu aux attentes avec un CA en hausse de 44%, à 679 millions EUR (consensus : 676 millions EUR). Enfin, Neupro (traitement de la maladie de Parkinson et du syndrome des jambes sans repos ; pic des ventes attendu de 400 millions EUR) a fait un

UCB



♦ **Cours:** 69,99 EUR
♦ **Ticker:** UCB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003739530



peu moins bien que prévu, avec un CA de 258 millions EUR alors que les prévisions moyennes faisaient état de 263 millions EUR. On remarquera également que « l'ancien » médicament vedette, Keppra (également contre l'épilepsie), fait mieux que se défendre avec un CA de 737 millions EUR en 2015, en hausse de 11% (consensus de 693 millions EUR). Jean-Christophe Tellier, qui a succédé à Roch Doliveux au poste de directeur général (CEO) au début de cette année, s'est montré satisfait des performances et a présenté des prévisions ambitieuses pour 2016, avec un CA attendu de 4,0 à 4,1 milliards EUR, un REBITDA attendu de 970 millions à 1,01 milliard EUR et un bénéfice par action compris entre 2,90 et 3,20 EUR. L'année écoulée avait commencé par une moins bonne nouvelle : les critères primaires n'ont pas été atteints dans l'étude de phase III

(dernière phase avant l'éventuelle approbation d'un médicament) avec Epratuzumab dans le traitement du LED ou lupus. En revanche, on a appris qu'un acheteur avait finalement été trouvé pour Kremers Urban : Lannett a mis 1,23 milliard USD sur la table pour la filiale américaine spécialisée dans les médicaments génériques. L'année 2016 a en tout cas bien commencé : Briviciat (brivaracetam), une thérapie complémentaire pour le traitement des débuts de crises d'épilepsie chez les patients de plus de 16 ans, a été approuvée en Europe et aux États-Unis. Son lancement est prévu cette année. En outre, UCB et son partenaire Amgen ont annoncé des résultats positifs de phase III chez les femmes ménopausées pour Romosozumab, un médicament potentiel contre l'ostéoporose. Les critères primaires ont été atteints, mais ce n'était pas le cas de tous les critères secondaires. ■

Conclusion

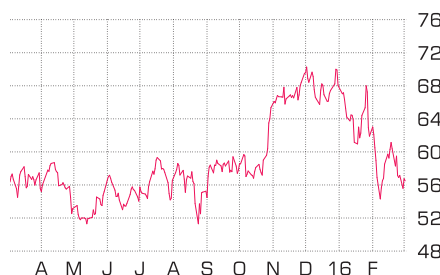
Nous sommes toujours d'avis que l'action UCB est chère à 28 fois le bénéfice attendu en 2016 et un rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flows opérationnels (EBITDA) de 28. En d'autres termes : le cours actuel intègre déjà de nombreuses prévisions de croissance. Heureusement, l'action Tubize s'échange toujours moyennant une forte décote (environ 40%) par rapport à UCB. Nous préférons donc toujours (la mère) Tubize, qui a porté à 35% sa participation dans (sa fille) UCB.

Conseil : conserver/attendre

Risque : faible

Rating : 2A

TUBIZE (FIN)



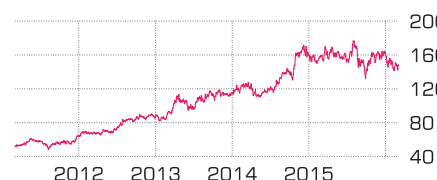
♦ **Cours:** 56,50 EUR
♦ **Ticker:** TUB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003823409



AMGEN INC.



♦ **Cours:** 147,49 USD
♦ **Ticker:** AMGN NASDAQ
♦ **Code ISIN:** US0311621009



GLAXOSMITHKLINE



♦ **Cours:** 1.396,00 PNC
♦ **Ticker:** GSK Londres
♦ **Code ISIN:** GB0009252882



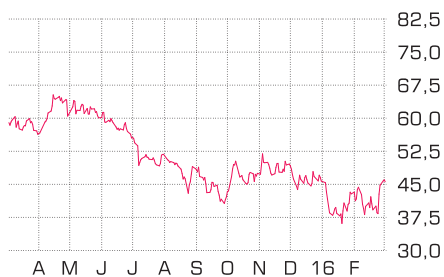
Actions européennes

ÉNERGIE Technip



Fin 2014, Technip a fait l'actualité financière en lançant une offre de 1,47 milliard EUR sur CGG. Qu'il retirera peu de temps après. C'était une réaction à l'offre de Halliburton sur Baker Hughes. Technip entend clairement devenir un consolideur européen dans le secteur. Au début de l'été 2015, Technip fit à nouveau la raclée à l'annonce d'un (nouveau) plan de restructuration, qui laissait supposer que le groupe se préparait à une période longue moins favorable à l'industrie des services pétroliers. Pas moins de 6000 emplois ont été supprimés (16% du personnel) et un coût de restructuration de 650 millions EUR a été comptabilisé. D'ici à 2017, le groupe entend économiser pour 830 millions EUR de frais structurels. Technip est pourtant un acteur déterminant qui possède d'importants atouts. Le premier est un vaste domaine d'activités. Technip possède en premier lieu une division Offshore/Onshore. La première activité consiste à installer des plateformes pétrolières en mer, la deuxième traite surtout le GNL et le gaz de schiste. La division Subsea, de son côté, opère dans le domaine des conduites flexibles. Presque tous les géants gaziers et pétroliers nationaux et internationaux sont d'ailleurs clients

TECHNIP



Cours: 45,60 EUR
Ticker: TEC Paris
Code ISIN: FR0000131708



du fournisseur français de services pétroliers (Exxon Mobil, Total, BP, Petrobras...). Le deuxième atout du groupe est sa présence mondiale. Technip est actif sur tous les continents, et ce, depuis des décennies. Les résultats 2015 furent par ailleurs très solides et ont été positivement accueillis. Le chiffre d'affaires (CA) du groupe a totalisé 12,2 milliards EUR (6,3 milliards pour Offshore/Onshore et 5,9 milliards pour Subsea); cela représente une augmentation de près de 14% depuis 2014. Le bénéfice opérationnel ajusté (EBIT) s'est redressé de manière spectaculaire, de près de 20% (de 825 à 987 millions EUR), soit une augmentation de la marge d'EBIT de 7,7 à 8,1% au niveau du groupe, de 3,4% pour Offshore/Onshore et de 19% pour Subsea. Le carnet de commandes est toujours très bien garni, à 17 milliards EUR, même si nous sommes encore nettement sous

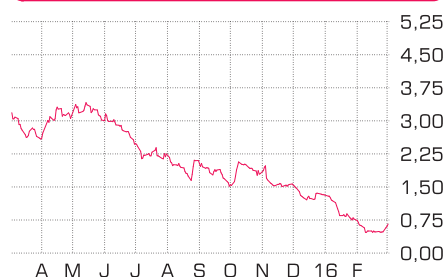
le niveau d'il y a un an (20,9 milliards EUR fin 2014). Ce carnet de commandes joliment garni a permis au groupe de services pétroliers de maintenir son dividende 2015 à 2 EUR brut par action alors que la plupart des observateurs avaient tenu compte d'un abaissement du dividende. À l'occasion des chiffres annuels 2015, les perspectives pour cette année pour les deux divisions ont été ajustées à un CA compris entre 4,7 et 5 milliards EUR pour Subsea et entre 5,7 et 6 milliards EUR pour Offshore/Onshore. L'écart en termes de marge demeure toutefois important : 13 à 14% de marge d'EBIT pour Subsea et une marge comprise seulement entre 4 et 5% pour la seconde. À plus de 10 fois le bénéfice attendu pour 2016 et moins de 4 fois le rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flow opérationnel (EBITDA), l'action est (très) bon marché. Pour le pôle Offshore/Onshore, le groupe continuera de chercher des solutions, vu les conditions de marché très difficiles. ■

Conclusion

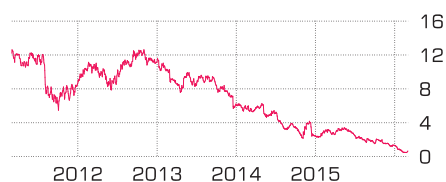
Nous considérons Technip comme une valeur d'une qualité supérieure dans le secteur des services pétroliers, mais la direction ne prévoit pas d'amélioration des circonstances de marché dans les douze à dix-huit prochains mois. Un candidat à une intégration en portefeuille dès que le cours sera sorti de son plancher. L'horizon de placement doit de préférence être de plusieurs années.

Conseil : digne d'achat
Risque : moyenne
Rating : 1B

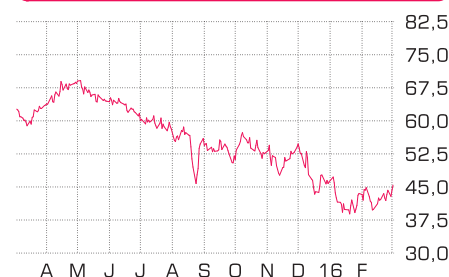
CGG



Cours: 0,66 EUR
Ticker: CGG Paris
Code ISIN: FR0000120164



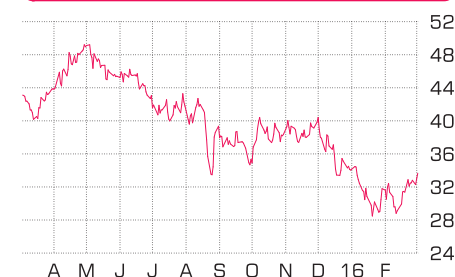
BAKER HUGHES INC



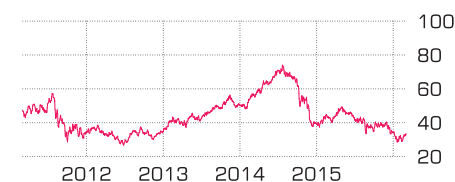
Cours: 45,41 USD
Ticker: BHI NYSE
Code ISIN: US0572241075



HALLIBURTON CO



Cours: 33,66 USD
Ticker: HAL NYSE
Code ISIN: US4062161017



Check-list Monde

Cours Marché H12m B12m P/e15 P/e16 Rend. Rating Conseil

Cours de clôture du vendredi (A) ou mercredi (B) précédant la parution

AMS : Amsterdam
BRU : Bruxelles
FRA : Francfort
HEL : Helsinki
LON : Londres
LUX : Luxembourg
MAD : Madrid
MIL : Milan

NASD : Nasdaq
NYSE : New York
PAR : Paris
STO : Stockholm
TOK : Tokyo
TOR : Toronto
ZUR : Zürich

cours plus haut et plus bas des 12 derniers mois

rapport cours/bénéfice (estimé) sur la base des bénéfices par action

rendement sur la base du dernier bénéfice distribué

1 : acheter
2 : accumuler
3 : conserver
4 : réduire
5 : vendre
A : risque faible
B : risque moyen
C : risque élevé
D : très élevé

* nouveau conseil

| | Cours | Dev. | Marché | H12m | L12m | P/e15 | P/e16 | Rend. | Rating | Conseil |
|----------------------------------|--------|------|--------|--------|--------|-------|----------|-------|--------|------------------------------|
| Adobe Systems Inc | 88,39 | USD | NASD | 96,42 | 71,27 | 32,0 | 23,9 | 0,0 | 3B | Vendre |
| Agnico Eagle Mines Ltd | 33,89 | USD | NYSE | 37,24 | 21,00 | 423,6 | 50,6 | 0,9 | 1B | Digne d'achat |
| Alcoa | 9,62 | USD | NYSE | 15,32 | 6,14 | 27,5 | 16,3 | 1,7 | 2B | Conserver/attendre |
| Alphabet | 733,25 | USD | NASD | 810,35 | 529,00 | 21,2 | 18,2 | 0,0 | 3B | Vendre |
| Anfield Nickel | 0,77 | CAD | TOR | 0,96 | 0,51 | - | - | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Apple Inc | 100,75 | USD | NASD | 134,54 | 92,00 | 11,1 | 10,1 | 2,2 | 2A | Conserver/attendre |
| Archer Daniels Midland | 35,83 | USD | NYSE | 53,31 | 29,86 | 13,8 | 12,3 | 3,5 | 1B | Digne d'achat |
| Australian Agricultural Co | 1,21 | AUD | ASE | 1,69 | 1,12 | -30,2 | -121,0 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| Barrick Gold | 13,58 | USD | NYSE | 14,45 | 5,91 | 27,2 | 23,0 | 0,6 | 1B | Digne d'achat |
| Berkshire Hathaway | 136,73 | USD | NYSE | 148,57 | 123,55 | 19,4 | 16,6 | 0,0 | 2A | Conserver |
| Blackberry | 10,46 | CAD | TOR | 14,23 | 7,99 | -27,5 | -20,1 | 0,0 | 2C | Conserver à titre spéculatif |
| Boeing | 119,65 | USD | NYSE | 156,91 | 102,10 | 14,1 | 12,8 | 3,7 | 3B | Vendre |
| Cameco | 12,40 | USD | NYSE | 17,77 | 10,31 | 10,2 | 8,6 | 2,7 | 1C | Digne d'achat |
| Caterpillar | 62,50 | EUR | PAR | 83,00 | 50,22 | 16,6 | 17,1 | 4,6 | 2B | Conserver/attendre |
| CF Industries | 34,74 | USD | NYSE | 70,32 | 26,10 | 12,7 | 10,2 | 3,6 | 1B | Digne d'achat |
| Cisco Systems Inc | 26,90 | USD | NASD | 30,12 | 22,46 | 11,7 | 11,3 | 4,2 | 2B | Conserver |
| Coca Cola | 43,77 | USD | NYSE | 44,18 | 36,56 | 22,6 | 21,2 | 3,2 | 2A | Conserver/attendre |
| Coeur Mining | 4,00 | USD | NYSE | 6,35 | 1,62 | -10,3 | 400,0 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| Cosan | 3,73 | USD | NYSE | 7,82 | 2,47 | 17,8 | 5,5 | 3,3 | 2B | *Conserver/attendre |
| Cresud | 11,45 | USD | NASD | 15,17 | 8,50 | -22,5 | -1.145,0 | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Deere & Company | 81,84 | USD | NYSE | 98,23 | 70,16 | 20,0 | 20,0 | 3,0 | 2B | Conserver/attendre |
| Disney (Walt) | 97,00 | USD | NYSE | 122,08 | 86,25 | 16,7 | 15,6 | 1,5 | 3B | Vendre |
| Dupont De Nemours | 57,60 | EUR | PAR | 76,00 | 40,00 | 18,9 | 16,4 | 2,5 | 2B | Conserver |
| Ebay Inc | 23,72 | USD | NASD | 29,83 | 21,52 | 12,7 | 11,6 | 0,0 | 2C | Conserver |
| Eli Lilly | 74,02 | USD | NYSE | 92,85 | 68,31 | 20,9 | 18,6 | 2,8 | 2A | Conserver/attendre |
| Encana | 4,59 | USD | NYSE | 14,73 | 3,00 | -7,8 | -38,2 | 0,9 | 2B | Conserver/attendre |
| Exxon Mobil | 82,70 | USD | NYSE | 90,09 | 66,55 | 32,7 | 18,8 | 3,6 | 1A | Digne d'achat |
| Facebook Inc | 108,77 | USD | NASD | 117,59 | 72,00 | 34,6 | 26,3 | 0,0 | 3C | Vendre |
| Fedex Corporation | 142,27 | USD | NYSE | 185,19 | 119,71 | 13,5 | 11,9 | 0,7 | 3B | Vendre |
| First Quantum Minerals | 6,62 | CAD | TOR | 19,83 | 2,15 | 27,6 | 11,6 | 0,4 | 2C | Conserver/attendre |
| First Solar Inc | 68,53 | USD | NASD | 73,71 | 40,25 | 16,2 | 17,2 | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Ford | 13,22 | USD | NYSE | 16,74 | 10,44 | 6,7 | 6,4 | 4,9 | 3B | Vendre |
| Franco-Nevada | 57,77 | USD | NYSE | 62,09 | 38,20 | 78,1 | 69,6 | 1,4 | 1B | Digne d'achat |
| Freeport-McMoRan | 8,97 | USD | NYSE | 23,97 | 3,52 | 99,7 | 11,8 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| General Electric | 30,18 | USD | NYSE | 31,49 | 19,37 | 20,1 | 17,1 | 3,3 | 2B | Conserver/attendre |
| General Motors Company | 30,15 | USD | NYSE | 38,99 | 24,62 | 5,5 | 5,3 | 5,2 | 3B | Vendre |
| Gold Fields | 4,05 | USD | NYSE | 4,68 | 2,04 | 19,3 | 12,3 | 0,3 | 1C | Digne d'achat |
| Goldcorp | 14,38 | USD | NYSE | 21,66 | 9,46 | 143,8 | 59,9 | 1,6 | 1B | Digne d'achat |
| Hewlett Packard | 10,90 | USD | NYSE | 16,16 | 8,91 | 6,9 | 6,6 | 4,8 | 3B | Vendre |
| Iamgold | 3,15 | CAD | TOR | 3,55 | 1,50 | -6,8 | -8,8 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| IBM | 136,30 | USD | NYSE | 176,30 | 116,90 | 10,1 | 9,6 | 3,9 | 1B | Digne d'achat |
| ICBC | 10,24 | USD | OTC | 18,10 | 9,51 | 4,3 | 4,3 | 7,1 | 2B | Conserver/attendre |
| Intel | 30,54 | USD | NASD | 35,59 | 24,87 | 13,3 | 11,8 | 3,5 | 2B | Conserver/attendre |
| Itau Unibanco Holding | 6,96 | USD | NYSE | 13,33 | 5,48 | 7,8 | 7,2 | 0,7 | 1B | Digne d'achat |
| Kinross Gold Corporation | 2,90 | USD | NYSE | 3,36 | 1,31 | -24,2 | -29,0 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| Kivalliq Energy | 0,07 | CAD | TOR | 0,15 | 0,06 | -7,0 | - | 0,0 | 1C | Digne d'achat |
| Market Vectors - Gold Miners Etf | 19,05 | USD | ARCX | 21,35 | 12,40 | - | - | 0,6 | 1B | Digne d'achat |
| MasterCard | 89,89 | USD | NYSE | 101,76 | 74,61 | 25,5 | 21,7 | 0,9 | 2B | Conserver/attendre |
| Mc Donald's | 118,48 | USD | NYSE | 124,83 | 87,50 | 21,9 | 19,6 | 3,0 | 2A | Conserver/attendre |
| Merck & Co | 47,00 | EUR | PAR | 56,34 | 42,51 | 12,7 | 12,4 | 3,6 | 2B | Conserver/attendre |
| Microsoft Corporation | 52,95 | USD | NASD | 56,85 | 39,72 | 19,2 | 17,2 | 2,8 | 3A | Vendre |
| Monsanto Company | 85,30 | USD | NYSE | 123,82 | 81,22 | 16,6 | 13,8 | 2,4 | 2B | Conserver/attendre |
| Mosaic Company | 28,15 | USD | NYSE | 53,21 | 22,02 | 15,7 | 12,6 | 4,3 | 1B | Digne d'achat |
| Motorola Solutions Inc | 71,28 | USD | NYSE | 75,81 | 56,40 | 15,7 | 14,4 | 2,2 | 1C | Digne d'achat |
| Newmont Mining | 26,24 | USD | NYSE | 27,90 | 15,39 | 42,3 | 24,5 | 0,4 | 1B | Digne d'achat |
| Nike | 62,22 | USD | NYSE | 68,19 | 47,25 | 28,9 | 25,2 | 1,1 | 2B | Conserver |
| Novo Nordisk | 53,37 | USD | NYSE | 60,34 | 45,87 | 23,3 | 20,7 | 1,4 | 2A | Conserver/attendre |
| Pan American Silver | 9,65 | USD | NASD | 10,44 | 5,38 | -28,4 | 482,5 | 0,5 | 1B | Digne d'achat |
| Peabody Energy | 2,44 | USD | NYSE | 113,56 | 2,01 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 3C | *Vendre |
| Pepsico Inc | 98,33 | USD | NYSE | 103,44 | 76,48 | 21,0 | 19,4 | 2,8 | 2A | Conserver/attendre |
| Petrobras | 4,11 | USD | NYSE | 10,55 | 2,71 | 13,7 | 10,5 | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Pfizer | 29,98 | USD | NYSE | 36,46 | 28,25 | 13,1 | 12,0 | 3,9 | 2A | Conserver/attendre |
| Potash Corp. | 18,23 | USD | NYSE | 36,15 | 14,64 | 12,5 | 10,6 | 6,2 | 1B | Digne d'achat |
| Procter&Gamble | 82,55 | USD | NYSE | 85,44 | 65,02 | 22,8 | 20,4 | 3,2 | 2A | Conserver/attendre |
| Proshares Short Qqq | 54,52 | USD | ARCX | 64,45 | 50,81 | - | - | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Proshares Short S&p500 | 21,22 | USD | ARCX | 23,89 | 20,33 | - | - | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Qualcomm | 52,85 | USD | NASD | 74,09 | 42,24 | 12,9 | 11,1 | 3,9 | 1B | Digne d'achat |
| Sandstorm Gold | 4,09 | CAD | TOR | 4,69 | 2,82 | -40,9 | -102,2 | 0,0 | 1C | Digne d'achat |



| | Cours | Dev. | Marché | H12m | L12m | P/e15 | P/e16 | Rend. | Rating | Conseil |
|---------------------------|--------|------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------------------|
| Schlumberger | 74,41 | USD | NYSE | 95,13 | 59,60 | 36,5 | 26,4 | 2,8 | 2A | Conserver/attendre |
| Silver Wheaton | 15,49 | USD | NYSE | 21,12 | 10,04 | 21,2 | 19,1 | 1,2 | 1B | Digne d'achat |
| Sociedad Quimica y Minera | 18,34 | USD | NYSE | 25,91 | 12,65 | 18,9 | 15,3 | 2,1 | 2B | Conserver/attendre |
| Spdr Gold Shares | 118,68 | USD | ARCX | 120,84 | 100,23 | - | - | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Tesla Motors Inc | 181,50 | USD | NASD | 286,65 | 141,05 | 145,2 | 59,3 | 0,0 | 3C | Vendre |
| Transocean Inc | 9,84 | USD | NYSE | 21,90 | 7,67 | 39,4 | -14,9 | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Turkish Investment Fund | 8,33 | USD | NYSE | 10,64 | 7,04 | - | - | 0,2 | 1C | Digne d'achat |
| Twitter | 18,54 | USD | NYSE | 53,49 | 13,91 | 33,7 | 24,4 | 0,0 | 2C | Conserver/attendre |
| Uranium Participation | 4,83 | CAD | TOR | 5,69 | 4,82 | 18,6 | 4,0 | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Vale | 3,63 | USD | NYSE | 9,14 | 2,13 | -22,7 | 17,3 | 3,3 | 2C | Conserver/attendre |
| Vasco Data | 14,14 | USD | NASD | 35,00 | 12,35 | 27,7 | 19,1 | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Vertex Pharmaceuticals | 92,52 | USD | NASD | 143,45 | 78,51 | 92,5 | 19,4 | 0,0 | 1B | Digne d'achat |
| Wal-Mart Stores | 66,21 | USD | NYSE | 83,90 | 56,30 | 16,0 | 15,3 | 2,9 | 2B | Conserver/attendre |
| Wilmar International | 22,03 | USD | OTC | 25,56 | 17,41 | - | - | 2,1 | 1B | Digne d'achat |
| Yahoo | 32,91 | USD | NASD | 46,17 | 26,15 | 59,8 | 52,2 | 0,0 | 2B | Conserver/attendre |
| Yingli Green | 4,45 | USD | NYSE | 24,70 | 2,93 | -0,1 | -0,9 | 0,0 | 3C | Vendre |
| Yum! Brands | 75,41 | USD | NYSE | 95,90 | 64,58 | 21,3 | 18,7 | 2,6 | 2A | Conserver/attendre |

Flash

AGNICO-EAGLE MINES

“Primus inter pares”

Agnico-Eagle Mines arrive systématiquement en haut des classements des producteurs d'Europe combinant les coûts de production les plus bas aux bilans les plus solides. Et la qualité a son prix, puisque l'action s'échange moyennant une prime par rapport à la moyenne du secteur. À cela s'ajoute que la plupart des actifs se situent dans des régions politiquement stables et bienveillantes vis-à-vis du secteur minier. L'acquisition d'Osisko Mining a accru l'endettement, mais a également permis à Agnico-Eagle Mines (AEM) de mettre la main sur plusieurs actifs de qualité. AEM dispose de neuf mines opérationnelles réparties entre une division Nord et une division Sud. Les mines canadiennes (La Ronde, Lapa, Goldex, Canadian Malartic et Meadowbank) constituent la division Nord avec Kittila en Finlande. Lapa fermera à la fin de cette année, les réserves ayant été épuisées. Mais il n'est pas exclu que la production reprenne après de nouvelles explorations. Les trois mines mexicaines du groupe (Pinos Altos, Creston Mascota et La India) forment la division Sud. Les mines du groupe ont produit un total de 1,67 million d'onces d'or en 2015, soit 7% de plus qu'il y a un an et un niveau légèrement supérieur aux prévisions moyennes des analystes. La contribution de la division Nord s'élève à 1,32 million d'onces, contre 352.000 onces pour la division Sud. L'AISC, ou coût de total de production, est retombé à 810 USD l'once. Les mines mexicaines sont un peu plus performantes en matière de

coûts, avec un coût de production moyen de 408 USD contre 609 USD pour les mines canadiennes et finlandaises. AEM a réalisé sur une base annuelle un bénéfice opérationnel de 990 millions USD. En raison de dépréciations et de charges exceptionnelles, l'exercice 2015 s'est cependant soldé par un bénéfice net réduit de 25 millions USD, soit 0,11 USD par action. C'est la mine de Meadowbank qui apporte la plus forte contribution au bénéfice opérationnel du groupe (25%), suivie par La Ronde (20%) et Canadian Malartic. AEM prévoit une production moyenne de 1,53 million d'onces par an pour la période 2007 à 2018. Outre la fermeture déjà évoquée de Lapa, Meadowbank verra également sa production baisser temporairement, car on s'y attaque à des couches de minerais moins riches (« grades » inférieurs). La direction prévoit pour cette année un coût de production total de 850 à 890 USD. La production devrait à nouveau baisser en 2017 et 2018. Elle ne progressera à nouveau qu'en 2019, lorsque les projets d'extension actuels porteront leurs fruits. Ces projets concernent surtout Meliadine (3,3 millions d'onces de réserves) et Amaruq (2 millions d'onces). Meliadine ne sera sans doute opérationnelle qu'en 2020, mais Amaruq devrait normalement entrer en service plus tôt. Des extensions sont également au programme pour Kittila, La Ronde et Goldex. Les réserves d'or du groupe ont été abaissées à 19,1 millions d'onces. Mais cette baisse doit être nuancée, car AEM utilise un cours de référence prudent de 1100 USD. Si le seuil de production économiquement rentable était fixé à 1200 USD, les réserves atteindraient 21 millions d'onces. AEM a clos l'exercice avec une position de trésorerie de

132 millions USD et une facilité de crédit non utilisée de 935 millions USD. La dette nette fluctue toujours autour de 1 milliard USD ; 150 millions USD devront être remboursés cette année et l'an prochain, le solde n'arrivera à échéance qu'après 2020. AEM distribue également un dividende trimestriel modeste de 8 centimes de dollar par action. ■

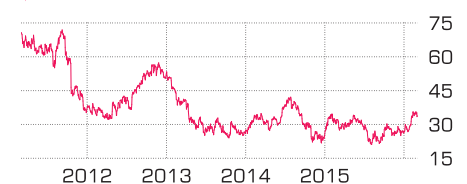
Conclusion

Agnico-Eagle Mines a moins progressé que ses concurrents ces dernières semaines, mais l'action a toujours été plus chère que la moyenne du marché et s'échange actuellement à 1,8 fois la valeur comptable. Cette valorisation se justifie compte tenu des coûts de production plus faibles et de la qualité des actifs qui réduisent nettement le risque de mauvaises surprises. Une hausse du cours de l'or pourrait accroître sensiblement les bénéfices.

AGNICO EAGLE MINES LTD



♦ **Cours:** 33,89 USD
 ♦ **Ticker:** AEM NYSE
 ♦ **Code ISIN:** CA0084741085



Conseil : digne d'achat
Risque : moyen
Rating : 1B

Livre sterling : Brexit or not Brexit ?

Le Royaume-Uni va-t-il ou non quitter l'Union européenne ? Le Premier ministre Cameron avait promis aux Britanniques qu'il leur laisserait l'occasion de s'exprimer pour ou contre l'adhésion de leur pays à l'Union et un référendum sera organisé à cet effet le 23 juin. Jusqu'à cette date, les partisans et les opposants auront le temps de s'épuiser en arguments rationnels pour convaincre la population. Mais selon toute vraisemblance, la décision sera surtout guidée par les émotions. Les Britanniques n'ont jamais montré beaucoup d'enthousiasme pour le projet européen et il n'a même pas été question de participer à la monnaie unique.

Conséquences

Concernant l'impact d'un Brexit sur l'économie britannique, les avis sont partagés. Les banques commerciales s'accordent généralement à dire que la croissance économique du Royaume-Uni devrait ralentir dans un premier temps, sous l'effet de l'augmentation des entraves au commerce, de la baisse des investissements étrangers et d'une détérioration de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprises. À la suite d'une politique monétaire propre plus souple et d'une monnaie dévaluée, elle devrait cependant s'accélérer par rapport à un scénario de maintien dans l'Union européenne à partir de 2019. Les marchés financiers n'attendent pas le 23 juin pour se positionner. Le rapport de change EUR/GBP est retombé à un plancher de 0,69 l'été dernier. Ce niveau a une nouvelle fois été testé en novembre, mais l'EUR/GBP est remonté à 0,775 depuis. Ceux qui pensent que le potentiel haussier est épuisé devraient s'intéresser au graphique à long terme du rapport EUR/GBP. Ce dernier s'établissait à 0,9 en novembre 2011, alors qu'on avait encore presque atteint la parité entre les deux monnaies en 2009.

La GBP a perdu beaucoup de terrain face à l'USD : de 1,71 en 2014 à 1,39 au début de cette semaine.

Spéculatif ou défensif

Les investisseurs peuvent anticiper

les fluctuations de la GBP par le biais de produits dérivés. Fondamentalement, on utilise ces produits dans une optique spéculative ou défensive. Ceux qui adoptent des positions spéculatives veulent simplement miser sur la volatilité attendue de la GBP. En revanche, ceux qui possèdent des actifs en GBP peuvent intégrer ces mêmes produits dérivés dans une stratégie défensive.

BNP Paribas Markets propose plusieurs turbos longs et turbos short ayant à la fois l'EUR/GBP et le GBP/USD comme valeur sous-jacente. Le spread s'établit en moyenne à 4 centimes d'euro. ING propose également des sprinters sur les deux couples de devises, mais l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur atteint 6 centimes d'euro. Ceux qui se limitent à l'EUR/GBP ont intérêt à se tourner vers Goldman Sachs Markets (GSMarkets), qui ne facture qu'un spread de 3 centimes d'euro. Dans le cas des taux de change, les leviers sont généralement très élevés. Il faut y voir la conséquence de la faible valeur nominale des couples de devises sous-jacents, et donc des fluctuations généralement réduites en pour cent. Le Scénario 1 table sur un nouvel affaiblissement de la GBP. Nous estimons que l'EUR présente un potentiel haussier plus élevé que l'USD vis-à-vis de la GBP, et nous nous concentrons dès sur le turbo long EUR/GBP. Attention : ceux qui optent pour le GBP/USD comme valeur sous-jacente devront acheter un turbo short s'ils veulent miser sur une appréciation de la devise américaine.

Turbo long EUR/GBP (risque moyen)

| | |
|-------------------------|--------------|
| Code ISIN : | NL0011053137 |
| Devise : | EURO,67 |
| Cours de référence : | 0,7775 |
| Barrière désactivante : | 0,677 |
| Levier : | 7,1 |
| Cours : | 14,1/14,13 |

La barrière désactivante de ce turbo long de GS Markets sur l'EUR/GBP se situe juste en dessous du plancher de l'an dernier. Actuellement, le cours de référence est 15% plus élevé. Le même émetteur propose encore 3 turbos longs avec une barrière désactivante encore plus élevée pour ceux qui sont prêts à prendre plus de risques.

Turbo long EUR/GBP (risque réduit)

| | |
|-------------------------|--------------|
| Code ISIN : | NL0011053152 |
| Devise : | EUR |
| Niveau de financement : | 0,57 |
| Cours de référence : | 0,7775 |
| Barrière désactivante : | 0,576 |
| Levier : | 3,71 |
| Cours : | 29,96/29,99 |

Les investisseurs qui préfèrent jouer la sécurité peuvent opter pour une barrière désactivante plus basse. Elle s'accompagne cependant d'un levier moins important. Dans l'exemple ci-dessus, l'EUR/GBP dépasse de 35% la barrière désactivante. On s'attend généralement à ce que les sondages fluctuent sans cesse d'ici aux élections. Il y a dès lors de fortes chances que la GBP opère un mouvement inverse et récupère une partie des pertes à certains moments. Dans ce deuxième scénario, il est donc possible d'opter pour un turbo Short EUR/GBP ou un turbo long GBP/USD.

Dans cet exemple, nous optons pour un turbo long de l'émetteur BNP Paribas Markets ayant le GBP/USD comme valeur sous-jacente.

Turbo long GBP/USD (risque élevé)

| | |
|-------------------------|--------------|
| Code ISIN : | NL0011655139 |
| Devise : | EUR |
| Niveau de financement : | 1,227 |
| Cours de référence : | 1,39 |
| Barrière désactivante : | 1,2638 |
| Levier : | 8,27 |
| Cours : | 1,55/1,56 |

Remarquez que dans le cas du GBP/USD, le spread ne dépasse pas 1 centime d'euro. L'écart entre le cours de référence et la barrière désactivante s'élève à 10%.

Il est également possible de miser sur un rebond temporaire de la GBP avec un Turbo short EUR/GBP.

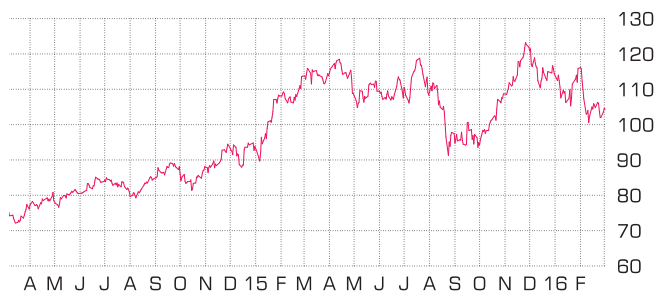
Turbo short EUR/GBP (risque moyen)

| | |
|-------------------------|--------------|
| Code ISIN : | NL0011053079 |
| Devise : | EUR |
| Niveau de financement : | 0,91 |
| Cours de référence : | 0,7775 |
| Barrière désactivante : | 0,898 |
| Levier : | 5,8 |
| Cours : | 17,27/17,3 |

La barrière désactivante de ce turbo short émis par GS Markets se trouve actuellement 4% au-dessus du cours de référence. Si l'EUR/GBP passe au-dessus de ce niveau, le turbo sera automatiquement liquidé. ■

Marché en graphiques

ANHEUSER-BUSH INBEV



► **Cours:** 104,30 EUR
 ► **Ticker:** ABI Bruxelles
 ► **Code ISIN:** BE0003793107

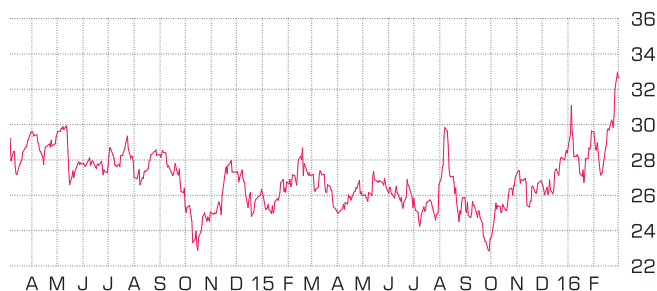
Conseil : conserver/attendre
Risque : faible
Rating : 2A

Les résultats 2015 du brasseur sont inférieurs aux prévisions des analystes. Le volume total a régressé de 0,6% alors que le cash-flow opérationnel (EBITDA) s'est accru de 7,8%, à 16,84 milliards USD. Le bénéfice normalisé par action a reculé de 5,43 USD en 2014 à 5,20 USD. Le dividende annuel a été relevé de 20%, à 3,60 EUR par action. En novembre 2015 déjà, un dividende intérimaire de 1,60 EUR a été versé. La reprise de SAB Miller se poursuit comme prévu. Pour 2016, AB Inbev table sur une croissance supérieure à l'inflation. Après le sommet de novembre 2015, la tendance est redevenue baissière. A 100 EUR se trouve une zone de soutien solide.

Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50 EUR/min.)
 le vendredi de 9h30 - 12h00

BEKAERT

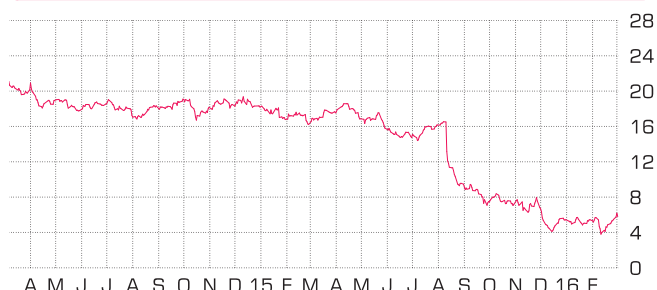


► **Cours:** 32,64 EUR
 ► **Ticker:** BEKB Bruxelles
 ► **Code ISIN:** BE0974258874

Conseil : digne d'achat
Risque : moyen
Rating : 1B

En 2015, le groupe flamand a enregistré de très bons résultats grâce à l'intégration réussie de ses acquisitions, à des effets de change positifs et à l'amélioration de son mix produits. Le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'est accru de 14%, à 3,7 milliards EUR. Les marges se sont améliorées en Chine et en Amérique Latine malgré la concurrence accrue. En Europe, le groupe a connu l'année la plus rentable de son existence, caractérisée par une marge de 11,3%. Par action, le résultat ressort à 1,83 EUR, contre 1,51 EUR en 2014. La dette nette par rapport à l'EBITDA s'est allégée de 2,5 à 1,9. Le dividende brut par action a été relevé de 0,85 à 0,90 EUR. Depuis la percée au-delà des 30 EUR, la tendance est clairement haussière.

DELTA LLOYD GROUPE

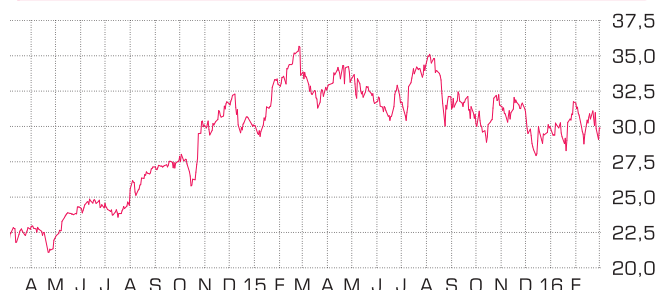


► **Cours:** 5,79 EUR
 ► **Ticker:** DL Amsterdam
 ► **Code ISIN:** NL0009294552

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

L'an dernier, la compagnie d'assurance a dégagé un bénéfice net de 128 millions EUR, contre 361 millions EUR l'année précédente. Le groupe a annoncé à cette occasion qu'il introduisait en Bourse la participation de 30,5% dans la banque Van Lanschot. L'augmentation de capital nécessaire pour relever le ratio Solvency II et dont le groupe espérait initialement tirer 1 milliard EUR, peut ainsi être abaissée à 650 millions EUR. Cela dit, plusieurs actionnaires restent opposés à cette opération de capital. Sur le graphique, on note un processus de sortie de plancher. À 4 EUR un plancher s'est formé, après quoi le cours a rebondi. Une percée du petit triple sommet à 5,70 EUR générerait un premier signal d'achat technique. Le cours pourrait alors se hisser vers 8 EUR, où se trouve une résistance.

PROXIMUS



► **Cours:** 29,88 EUR
 ► **Ticker:** PROX Bruxelles
 ► **Code ISIN:** BE0003810273

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

En 2015, l'opérateur de télécoms a vu son chiffre d'affaires (CA) augmenter de 2,2%, à 5,99 milliards EUR, alors que son cash-flow opérationnel (EBITDA) a progressé de 4,9%, à 1,73 milliard EUR. Le bénéfice net a cependant baissé de 26,3%, à 482 millions EUR. Cette année, le groupe table sur une croissance de ses CA et EBITDA. Proximus entend maintenir son dividende à 1,5 EUR par action et pour 2016, il vise un dividende identique. En matière d'investissements, l'accent est placé sur les connexions très rapides pour les entreprises. Les investisseurs ont réagi négativement aux chiffres. Un repli du cours sous 28 EUR serait synonyme de signal de vente technique. À 30 EUR se trouve la première résistance.

Combinaisons à la hausse sur Total

Le géant pétrolier français Total (41,70 EUR) a enregistré des résultats nettement supérieurs à ceux de la plupart de ses pairs, même s'il a été affecté également par la baisse des cours pétroliers. Sur l'ensemble de l'année 2015, le bénéfice net ajusté du groupe a reculé de seulement 18% alors que le prix moyen du pétrole s'est replié de 47%. Le géant pétrolier récolte les fruits d'une politique d'investissements bien pensée. Jusqu'en 2019, il prévoit du reste une augmentation annuelle de la production de 5%. À plus long terme, Total continue de tabler sur un prix du pétrole de 100 EUR le baril parce que sans nouveaux investissements, la production pétrolière mondiale reculera de 5%. Une deuxième raison à sa tenue tient au fait que le groupe profite des marges élevées sur le raffinage, même s'il convient de préciser qu'au 4^e trimestre 2015, celles-ci ont été sous pression. Reste à savoir si le dividende royal de Total, pour un rendement brut de 6%, ne sera pas compromis. Nous pensons que ce n'est pas le cas pour l'heure car Total sabre dans les coûts et dans son budget d'investissements. Bien que les faibles marges de raffinage soient effectivement inquiétantes, nous pensons que le cours recèle un potentiel de

hausse du fait de la faible valorisation de Total, de son rendement de dividende intéressant et de sa position idéale pour tirer profit d'un redressement du cours du pétrole. Les options permettent de miser sur ce scénario.

Spread haussier défensif

Achat call déc '17 35 @ 7,75 EUR
Emission call déc '17 44 @ 3,85 EUR

Pour ce spread haussier défensif, vous investissez relativement peu alors que le potentiel de gain est important si le cours de Total progresse au moins légèrement. L'achat du call décembre 2017 au prix d'exercice de 35 coûte 775 EUR, alors que l'émission du call 44 ayant la même échéance rapporte la prime de 385 EUR. Votre mise s'élève donc à 390 EUR (775 - 385) et c'est aussi votre perte maximale. Ce n'est que si le cours de Total se replie sous 35 EUR à l'échéance que vous perdez l'intégralité de votre mise. Votre break-even (ni gain ni perte) se situe à 38,90 EUR, soit près de 7% sous le cours actuel. Vous misez sur une hausse et si le cours de l'action Total s'échange à 44 EUR, voire davantage, à l'échéance, vous empochez la plus-value maximale de 510 EUR, soit 131% de plus que votre mise. Pour cela, Total doit seulement se hisser de 6%.

Emission put

Emission put déc '17 40 @ 7,05 EUR

La prime perçue pour l'émission du put décembre 2017 au prix d'exercice de 40 (705 EUR) semble très intéressante. Elle signifie qu'en fin de compte, vous n'accusez de perte qu'en cas de cours inférieur à 32,95 EUR, ce qui suppose que vous disposiez d'une marge à la baisse de 21%. L'émission du put décembre 2017 36 (prime de 5,05 EUR) ou 32 (prime de 3,45 EUR) semble également intéressante.

Turbo

Achat call déc '17 48 @ 2,60 EUR
Emission put déc '17 28 @ 2,25 EUR

Vous achetez le call décembre 2017 au prix d'exercice de 48, un contrat qui vous coûte 260 EUR. Cette opération est financée en grande partie par l'émission du put décembre 2017 au prix d'exercice de 28, ce qui rapporte 225 EUR. Votre investissement totalise donc 35 EUR (260 - 225). En cas de cours de plus de 48,35 EUR à l'échéance, vous obtenez une plus-value, alors que vous accusez une perte en cas de repli sous 28 EUR. Vous disposez cependant d'une marge à la baisse de 33%. ■

Questions lecteurs

L'action Gamesa a beaucoup progressé. Faut-il la conserver ?

L'action du groupe espagnol d'énergie éolienne a bondi fin janvier (+19%) lorsqu'on a appris qu'il avait entamé des négociations avec Siemens quant à une fusion avec sa division Energie éolienne. Le groupe fusionné deviendrait le premier producteur mondial d'énergie éolienne, avec une part de marché de 15% contre 11% pour General Electric et 10% pour Vestas Wind Systems. L'annonce officielle ne semblait être qu'une question de jours, mais Iberdrola, premier actionnaire de Gamesa (19,69%) veut manifestement faire monter les enchères et aucun

accord n'a encore été trouvé. La semaine dernière, Gamesa a de nouveau enchanté les marchés avec d'excellents résultats annuels, et surtout des perspectives supérieures aux attentes pour 2016. Le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 23% sur une base annuelle, à 3,5 milliards EUR, de 28% dans la division Eoliennes (3,03 mil-

LE MARCHÉ ATTEND UN RACHAT DE GAMESA PAR SIEMENS

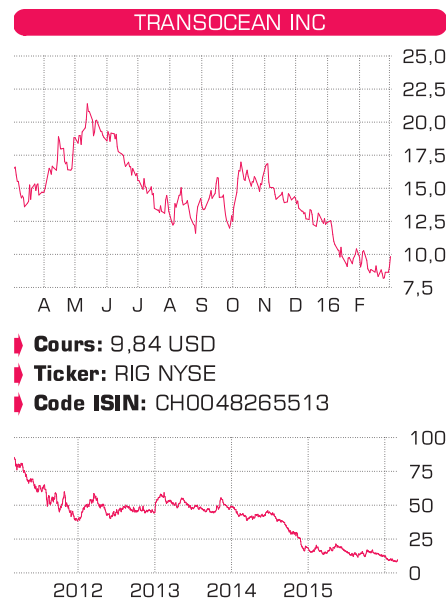
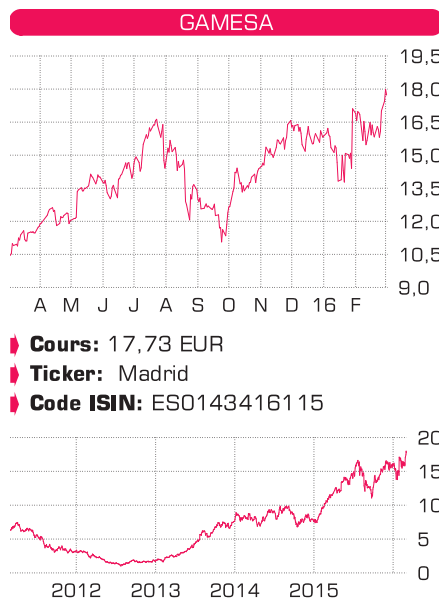
liards EUR), et de 8% dans la division Maintenance (471 millions EUR). La puissance installée a augmenté de 21,2% à 3180 mégawatts (MW), alors que le carnet de commandes s'établissait fin décembre à 3197 MW, ou +28%

par rapport à fin 2014. Le bénéfice opérationnel récurrent (REBIT ; hors éléments uniques) a gagné 54% à 294 millions EUR, soit une marge d'EBIT de 8,4%, contre 6,7% en 2014. Le 4^e trimestre a été marqué par une hausse du REBIT de 30% à 87 millions EUR, la marge d'EBIT passant de 7,4% à 9%. Le bénéfice net récurrent a progressé de 85,3% à 170 millions EUR, soit 0,61 EUR par action (+59,3% au 4^e trimestre à 44 millions EUR). La position nette de trésorerie a plus que doublé par rapport à fin 2014 et atteint 301 millions EUR. La direction est confiante pour 2016, ses objectifs sont supérieurs aux prévisions : une puissance installée d'au moins 3800 MW, un REBIT d'au moins 400 millions et une marge d'EBIT d'au moins 9%. Les objectifs du plan d'affaires 2015-2017 seront ainsi

atteints, voire dépassés avec un an d'avance. Les Espagnols bénéficient pleinement de leur excellente position sur de grands marchés émergents de l'énergie éolienne comme l'Inde, le Mexique, le Brésil et la Chine, laquelle leur est très profitable. Les perspectives restent donc excellentes, mais il est clair que le marché attend à présent un accord avec Siemens. La valorisation est élevée, à 21,5 fois les bénéfices attendus en 2016 et une valeur d'entreprise (EV) correspondant à 8,9 fois les cash-flows opérationnels attendus (EBITDA) en 2016, mais elle est justifiée compte tenu des perspectives favorables. L'action est à conserver, mais nous procéderions à une prise partielle de bénéfices en cas de position trop importante (2B).

Je m'inquiète pour mon investissement dans Transocean. Une issue favorable est-elle encore envisageable ?

Le leader mondial de la location d'installations de forage pétrolier Transocean vit en effet une période difficile. L'énorme creux cyclique que traverse le secteur des services pétroliers laisse des marques de plus en plus profondes. En octobre 2014, la flotte se composait encore de 79 plateformes, dont 69 étaient actives, deux inactives et huit « en mode veille » (ou "stacked", soit entreposées moyennant des charges opérationnelles réduites, sans perspective de réaffectation à court terme). Sous l'effet d'une combinaison de nombreux contrats arrivant à échéance (20 en 2015), de résiliations anticipées d'autres contrats et d'un marché atone pour les nouveaux contrats, la flotte s'est depuis contractée à 61 plateformes, dont 35 actives, 5 inactives et 21 « stacked ». Vingt-cinq contrats arriveront à échéance en 2016 (16) et 2017 (9). Le redressement promis du marché est sans cesse différé. Le taux d'occupation est retombé à 60% à peine au 4^e trimestre, et à 71% sur une base annuelle, contre 76% en 2014 et 79% en 2013. Rare élément positif : le tarif journalier moyen n'a que légèrement baissé, de 408.200 USD en 2014 à 400.500 USD en 2015. Le 4^e trimestre a même été marqué par un rebond à 422.800 USD (406.400 USD en 2014). Le bénéfice net récurrent a bien résisté grâce à un 4^e trimestre meilleur que prévu, avec une légère baisse sur une base annuelle de 1,8 milliard USD à 1,74 milliard



USD (ou 4,74 USD par action). Le marché prévoit encore un maigre bénéfice cette année, et des pertes en 2017 et 2018. La position nette d'endettement est retombée à 7,1 milliards USD, alors qu'elle atteignait 8 milliards USD fin 2014. Le carnet de commandes s'élève actuellement à 15,5 milliards USD. Le programme de construction de 11 nouvelles plateformes a été renégocié en profondeur, et les dépenses d'investissement ainsi réduites d'au moins 2 milliards USD ces dernières années, à 1,4 milliard USD en 2016 et même 0,6 milliard USD en 2017. Thalassa, la nouvelle plateforme de forage en eaux

TRANSOCEAN CONNAÎT UNE PÉRIODE DIFFICILE EN RAISON DE LA FORTE BAISSÉ DU PÉTROLE

très profondes, a été mise en service en février dans le cadre d'un contrat de 10 ans avec Shell, à un tarif journalier attractif de 519.000 USD. Proteus (contrat de 10 ans avec Shell ; tarif journalier de 519.000 USD) et Conqueror (contrat de 5 ans avec Chevron ; tarif journalier de 589.000 USD) suivront cette année. Seuls deux contrats ont été signés pour les 9 autres nouvelles plateformes qui seront livrées entre 2017 et 2020. Selon nous, Transocean jouera un rôle dans la consolidation du secteur qui interviendra inévitablement plus tard dans le cycle. Nous maintenons pour l'heure la note « conserver » avec, cependant, un risque supérieur à la moyenne (2C). ■

Agenda

Lundi 7 mars

Atenor Group: résultats annuels 2015
Xior: résultats annuels 2015

Mardi 8 mars

France: balance commerciale
UE: croissance du PIB Q4
Ontex: résultats annuels 2015
Paii Daiza: dernier jour OPA Euronext Bruxelles

Mercredi 9 mars

R-U: production industrielle
bpost: résultats annuels 2015
Boskalis: résultats annuels 2015
E.ON: résultats annuels 2015
Inditex: résultats annuels 2015
Jensen: résultats annuels 2015

Jeudi 10 mars

Allemagne: coûts salariaux
États-Unis: nouvelles demandes d'allocations de chômage, commandes industrielles
Agfa-Gevaert: résultats annuels 2015
Carrefour: résultats annuels 2015
Keyware: résultats annuels 2015
Option: résultats annuels 2015
Resilux: résultats annuels 2015
RTL Group: résultats annuels 2015

Vendredi 11 mars

États-Unis: prix à l'importation et l'exportation
Argen-X: résultats annuels 2015
BHF Kleinwort Benson: dernier jour OPA Euronext Bruxelles
Deutsche Bank: résultats annuels 2015
Roularta Media: résultats annuels 2015

Mise à jour quotidienne sur www.initiedelabourse.be

Portefeuille

| | Code ISIN | Cours achat | Qté | Devise | Cours | Valeur | Pond. | Rating | *Hist. |
|---|--------------|-------------|-------|--------|----------|------------|-------|--------|---------|
| AGRICULTURE (24,22%) | | | | | | | | | |
| Potash Corp. | CA73755L1076 | 22,21 | 350 | USD | 18,23 | € 5.981,67 | 5,74 | 1B | 05B/16 |
| Sipef | BE0003898187 | 45,14 | 100 | EUR | 46,84 | € 4.683,50 | 4,50 | 1B | 08A/16 |
| Suedzucker Ag | DE0007297004 | 13,49 | 300 | EUR | 13,93 | € 4.179,00 | 4,01 | 1B | 02B/16 |
| Syngenta | CH0011037469 | 335,62 | 15 | CHF | 404,00 | € 5.647,65 | 5,42 | 2A | 05B/16 |
| Tessenderlo | BE0003555639 | 18,58 | 150 | EUR | 31,53 | € 4.729,50 | 4,54 | 1B | 08A/16 |
| CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (11,84%) | | | | | | | | | |
| Barco | BE0003790079 | 52,48 | 100 | EUR | 62,15 | € 6.311,00 | 6,06 | 1B | 07B/16 |
| Itau Unibanco Holding | US4655621062 | 7,08 | 400 | USD | 6,96 | € 2.564,48 | 2,46 | 1B | 06AB/16 |
| Solvay | BE0003470755 | 93,29 | 40 | EUR | 85,41 | € 3.455,91 | 3,32 | 1B | 09A/16 |
| ÉNERGIE (11,78%) | | | | | | | | | |
| PNE Wind | DE000AJBPG2 | 2,25 | 2.250 | EUR | 1,73 | € 3.991,50 | 3,83 | 2B | 08B/16 |
| Uranium Participation | CA9170171057 | 5,20 | 1.250 | CAD | 4,83 | € 4.115,86 | 3,95 | 1B | 03A/16 |
| Velcan | FR0010245803 | 13,35 | 350 | EUR | 11,88 | € 4.158,00 | 3,99 | 1B | 04A/16 |
| ORSMÉTAUX (20,98%) | | | | | | | | | |
| Franco-Nevada | CA3518581051 | 47,31 | 60 | USD | 57,77 | € 3.192,89 | 3,07 | 1B | 02A/16 |
| Market Vectors - Gold Miners Etf | US57060U1007 | 13,69 | 500 | USD | 19,05 | € 8.747,68 | 8,40 | 1B | 05B/16 |
| Rio Tinto Plc | GB0007188757 | 1.971,50 | 100 | PNC | 2.007,50 | € 2.593,33 | 2,49 | 2B | 08A/16 |
| Spdr Gold Shares | US78463V1070 | 118,09 | 20 | USD | 118,68 | € 2.186,44 | 2,10 | 1B | 04B/16 |
| Umicore | BE0003884047 | 33,21 | 125 | EUR | 41,15 | € 5.127,02 | 4,92 | 2B | 08B/16 |
| VIEILLISSEMENT (15,39%) | | | | | | | | | |
| Ablynx | BE0003877942 | 13,26 | 250 | EUR | 12,14 | € 3.035,00 | 2,91 | 1C | 02A/16 |
| Bone Therapeutics | BE0974280126 | 22,38 | 100 | EUR | 18,82 | € 1.882,00 | 1,81 | 1C | 08B/16 |
| Fagron | BE0003874915 | 16,89 | 300 | EUR | 5,55 | € 1.775,40 | 1,70 | 2C | 09B/16 |
| GlaxosmithKline | GB0009252882 | 1.465,00 | 250 | PNC | 1.396,00 | € 4.646,63 | 4,46 | 1A | 06AB/16 |
| MdxHealth | BE0003844611 | 5,05 | 500 | EUR | 3,40 | € 1.700,00 | 1,63 | 1C | 09A/16 |
| Vertex Pharmaceuticals | US92532F1003 | 124,50 | 35 | USD | 92,52 | € 2.982,87 | 2,86 | 1B | 05A/16 |

PORTEFEUILLE-RETURN

| | Actions | % | Cash | % | Valeur totale | % |
|-------|-----------|-------|-----------|-------|---------------|------|
| Total | 88.223,43 | 85,37 | 15.122,02 | 14,63 | 103.345,45 | -1,4 |

(*) 1: acheter 2: accumuler 3: conserver 4: réduire 5: vendre A: risque faible B: risque moyen C: risque élevé D: risque très élevé

Ordres d'achat : nous avons acheté 20 participations **SPDR Gold Shares** à **118 USD** (coût: 2170,7 EUR)

Ordres de vente : nous vendons 125 actions **Fagron** à minimum **5,60 EUR** et 5 actions **Syngenta** à minimum **412,5 CHF**

Fagron : plan de financement sur table

Fumée blanche chez Fagron. Son plan prévoit un placement privé de 131 millions EUR au cours moyen des 30 jours précédant l'assemblée générale extraordinaire (probablement en avril), avec un maximum de 5,5 EUR par action. Le placement aura lieu chez WPEF BV, holding du fonds d'investissement néerlandais Waterland et Baltisse (Filip Balcaen), et auprès de cinq investisseurs, Alychlo NV (Marc Coucke), Carmignac, Midlin NV, Bart Versluys et le nouveau CEO Hans Stols. Ensuite, une émission avec droits préférentiels aura lieu pour 89 millions EUR à 90% du prix d'émission du placement privé (environ 4,95 EUR par action). La réduction

limitée de 10% est une surprise agréable, tout comme le fait que l'émission soit souscrite complètement par WPEF à la condition que les autres investisseurs privés, hormis Stols, exercent leurs droits préférentiels. Le placement privé exige une décision de vente ou d'arrêt complet de Bellevue Pharmacy, la société de compounding non stérile affectée par les changements des conditions de remboursement. En outre, les covenants avec les banques notamment doivent être renégociés. Car sans changement, Fagron ne pourra à nouveau satisfaire à tous ces covenants qu'en 2017. Si le placement privé ne réussit pas, une émission nettement plus diluante aura lieu, avec

des droits préférentiels pour 220 millions EUR (prix d'émission encore à déterminer). Le marché s'est montré rassuré. Si le plan aboutit, le nombre d'actions en circulation augmentera de 32,1 millions à environ 74 millions. Ce qui offre des perspectives à plus long terme. L'opération est cependant soumise à de nombreuses conditions. Vu notre prudence à l'égard des marchés à court terme, nous ne souhaitons, quant à nous, pas investir de liquidités supplémentaires dans l'augmentation de capital. D'où notre première vente partielle, pour ensuite (éventuellement) injecter ces fonds dans l'augmentation de capital publique (rating 2C). ■

Avez-vous un iPad, scannez ce code et découvrez notre App. Avez-vous un autre type, scannez ce code et découvrez notre site.



Directeur stratégie : Danny Reweghs, **Editeur :** Jos Grobben, **Editeur responsable :** Sophie Van Iseghem, p/a Roularta Media Group NV, Meiboomlaan 33, 8800 Roeselare (sophie.van.iseghem@roularta.be), **Graphiques et mise à jour des cours :** vwd group, **Abonnements :** 078/353.303 (suivi), 078/353.306 (recrutement) Email: info@abonnements.be, Abonnement annuel: 319 euros, Classeur supplémentaire : 20 euros à verser sur le compte IBAN : BE05 4032 1017 0175 - BIC : KREDBEBB avec la mention : 'classeur Initié de la Bourse'. Tous droits réservés. Reproduction interdite. Nos informations proviennent de sources que nous estimons fiables, mais elles ne peuvent engager notre responsabilité.

