



Voor al uw beleggingsvragen

☎ 0900/10.507 (0,50€/min.)
elke vrijdag van 9u30-12u00

4 maart 2016 - nr. IB 9B
Jaargang 45
Afgiftekantoor Antwerpen
P509535
Verschijnt 2 keer per week

Inside

BELEGGEN

www.insidebeleggen.be

Inhoud

AANDELEN	2-5
D'leteren	
Telenet	
UCB	
Technip	
CHECKLIST B	6
Wereld	
FLASH	7
Agnico Eagle Mines	
DERIVATEN	8
Het pond en de brexit	
MARKT IN BEELD	9
AB InBev	
Bekaert	
Delta Lloyd	
Proximus	
OPTIES	10
Total	
LEZERSVRAGEN	10-11
Gamesa	
Transocean	
INSIDE PORTFOLIO	12
Fagron	

Aandelenindex

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

Mario Draghi andermaal aan zet

Volgende week is er alweer een waar de financiële markten naar uitkijken. Het zal u niet verbazen dat het – voor de zoveelste keer de jongste jaren – draait om een bijeenkomst van een belangrijke centrale bank. Deze keer is het de bijeenkomst van de Europese Centrale Bank (ECB). Het is dus Mario Draghi die aan zet is. Opnieuw.

De vorige cruciale keer in december was geen geweldig succes, in tegenstelling tot de bijeenkomst in januari 2015, toen de ECB besliste ook met kwantitatieve versoepeling van start te gaan (QE, een programma voor het opkopen van obligaties). Draghi kondigde in december, tegen de hoop van de markten in, geen verhoging van het bedrag van het maandelijks opkoopprogramma (momenteel 60 miljard EUR) aan. Hij hield het bij het nog negatiever maken van de rente voor het aanhouden door banken van liquiditeiten bij de centrale bank en bij een verlenging van de termijn van oktober 2016 tot maart 2017.

De voorbije weken heeft Draghi aangekondigd dat er bijkomende maatregelen komen. Hij kan zich wellicht niet permitteren de markten opnieuw teleur te stellen. Zeker de Europese beurzen kunnen een opkikker gebruiken en het kan een katalysator zijn voor een verder herstel van de aandelenmarkten op korte termijn. Die zou ook perfect passen bij het uitvoeren van onze strategie.

Munitie geraakt op

Maar zit achter de erg slechte start op de beurzen begin 2016 ook niet die ene grote vrees dat de uiterst soepele monetaire politiek niet langer of alvast minder werkt? De vertraging van de

wereldeconomie lijkt in die richting te wijzen. Er zijn in elk geval flink wat studies die erop wijzen dat de directe positieve gevolgen afnemen in de tijd en dat de indirecte, ongunstige neven-effecten toenemen. Een belangrijk neveneffect dat dezer dagen terecht als bedreigend wordt beschouwd, is de explosieve toename van de schulden in de opkomende landen, in de eerste plaats China. Die kredieten hebben geleid tot overcapaciteit in heel wat Chinese industrietakken zoals de staal-sector. Terwijl de kredietverstrekking, ondanks de QE, in de meeste westerse landen maar matig is hersteld.

In elk geval is de inflatie wereldwijd nog altijd laag en de groei bijzonder matig, ondanks de gigantische en nooit eerder vertoonde inspanningen van de centrale banken. De illusie dat monetaire versoepeling de mirakeloplossing voor de reële economie is, is al lang doorprikt. Zelfs op de financiële markten neemt het vertrouwen in de centrale banken af. Kijk alleen maar naar de opmars van de goudprijs de afgelopen maanden.

Anderzijds heeft de Federal Reserve nog maar één keer de rente verhoogd, ondanks meerdere jaren van economisch herstel. De Amerikaanse economie gaf onlangs tekenen van verzwakking, maar de Amerikaanse centrale bank heeft nauwelijks munitie om die te lijf te gaan. Mocht de recessiedreiging het komende jaar reëel worden, dan lijkt ook de Fed te moeten overgaan tot een politiek van negatieve rente. Want er is slechts ruimte voor één renteverlaging en, gezien de eerder geschetste context, is zomaar van start gaan met QE4 en het weer opblazen van de eigen balans geen vanzelfsprekende optie. ■

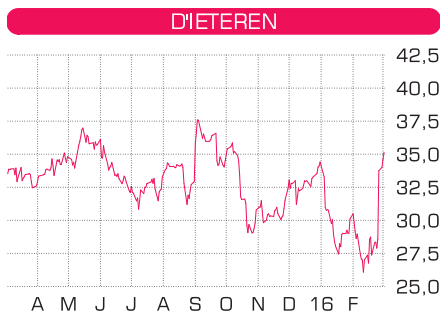
Belgische aandelen

AUTOMOBIEL D'Ieteren



De resultaten van D'Ieteren blijven erg wisselvallig. Terwijl de voorbije jaren werd gegrossierd in winstwaarschuwingen, pakte de onderneming vorige week met verrassend sterke cijfers uit. Op vergelijkbare basis steeg de courante brutowinst vorig jaar met 31%, terwijl de markt rekening hield met een stijging van 20 tot 25%. Het gerapporteerde winststijging bleef beperkt tot 20,6% als ook rekening wordt gehouden met de in 2015 stopgezette activiteiten in Brazilië en China. Hieruit blijkt wel dat de courante brutowinst in de tweede jaarhelft lichtjes gedaald is, na de winstsporg van 61,5% in de eerste helft van 2015.

Ook voor dit jaar mikt het management op een stabiele of licht lagere courante brutowinst. D'Ieteren Auto kampt met hogere marketingkosten en de naweën van het dieselschandaal bij Volkswagen. Belron, actief in voertuigbeglazing, verwacht weliswaar een kleine organische omzetgroei, maar zal meer bonussen voor het management moeten uitkeren. Vergeet ook niet dat D'Ieteren in 2015 opnieuw kon profiteren van streng winterweer in de Verenigde Staten en een relatief sterke dollar (USD) en pond (GBP), terwijl de zachte winter in Europa de resultaten geen deugd deed. Dat spel van weersomstandigheden en wisselkoersen kan



♦ **Koers:** 35,16 EUR
♦ **Ticker:** DIE Brussel
♦ **Isin-code:** BE0974259880



de resultaten stevig beïnvloeden.

Belron blijft met een aandeel van ongeveer twee derde in de groeps winst de belangrijkste dochteronderneming van de groep. De omzet steeg vorig jaar met 13%, waarvan 4,7% organische groei is. De rest van de toename is grotendeels te danken aan de USD. Het courante bedrijfsresultaat (rebit) dikte met 11,5% aan, opnieuw deels dankzij de USD, maar ook dankzij een stijgende verkoop in de Verenigde Staten en kostenbesparingen in Europa. In de Verenigde Staten genoot Belron zowel van een stijgend marktaandeel als van een aantrekkelijke markt. In Europa loopt de verkoop een stuk moeizamer. De vergelijkbare verkoop daalde met 2,5%, onder meer door het zachte winterweer en de toenemende concurrentie.

Voor dit jaar verwacht Belron een lichte organische groei van de verkoop. Het dochterbedrijf D'Ieteren Auto, als

invoerder van de merken van Volkswagen op de Belgische markt goed voor het andere derde van de groeps winst, beleefde een heel goed 2015, ondanks het dieselschandaal bij VW. Het bedrijf leverde 3% meer auto's af, en zag de omzet van 8% stijgen omdat meer relatief duurdere modellen werden verkocht. De courante winst steeg zelfs met 41,9%.

Het orderboek kreeg vanaf oktober een deuk door het dieselschandaal, maar via verhoogde marketinginspanningen werd deze plooi tegen het einde van het jaar al grotendeels gladgestreken. Dankzij een geslaagd Autosalon was het orderboek eind januari 24,3% dikker dan twaalf maanden geleden. Over heel 2016 verwacht D'Ieteren Auto een stabiel marktaandeel, wat moet uitmonden in een licht lagere courante winst door hogere marketingkosten. ■

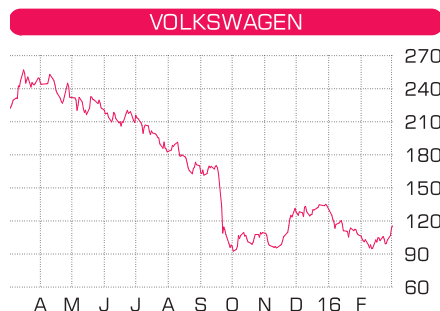
Conclusie

D'Ieteren kende vorig jaar een beter dan verwacht herstel van de winstgevendheid. Belron kampt echter vooral buiten de Verenigde Staten met een dalende markt en D'Ieteren Auto kampt nog met de naweën van het dieselschandaal. Beleggers betalen 13 keer de winst voor dit jaar, en de ondernemingswaarde (ev) bedraagt ongeveer 7 keer de bedrijfskasstroom (ebitda). In afwachting van nieuwe groeiperspectieven blijven we bij ons neutraal advies.

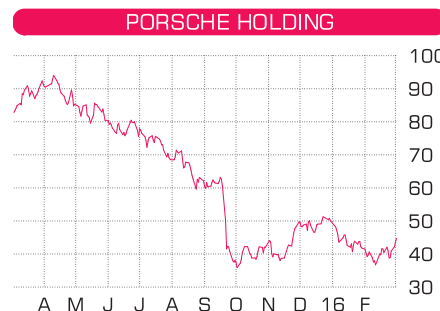
Advies: houden/afwachten

Risico: gemiddeld

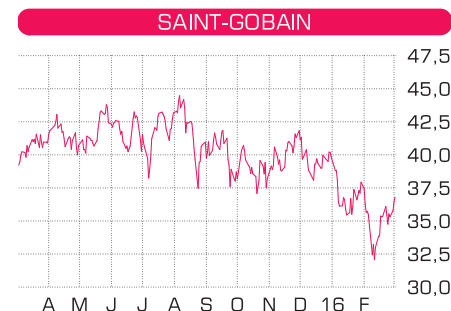
Rating: 2B



♦ **Koers:** 115,50 EUR
♦ **Ticker:** VOW3 Frankfurt
♦ **Isin-code:** DE0007664039



♦ **Koers:** 44,76 EUR
♦ **Ticker:** PAH3 Xetra
♦ **Isin-code:** DE000PAH0038



♦ **Koers:** 36,80 EUR
♦ **Ticker:** SGO Parijs
♦ **Isin-code:** FR0000125007



Belgische aandelen

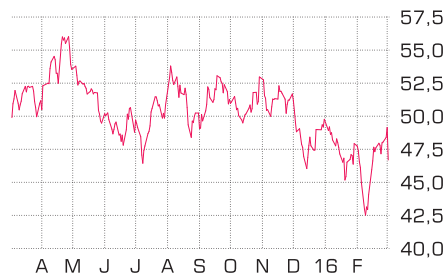
TELECOM Telenet



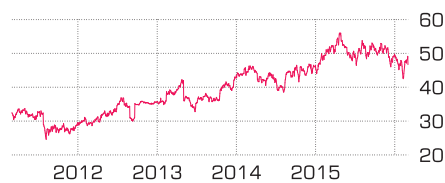
De aandeelhouders van Telenet kregen deze week een koude douche, nadat de op één na grootste aandeelhouder van de groep besliste ongeveer de helft van zijn positie met een korting tegenover de marktprijs te verkopen. Het gaat meer bepaald om het Noorse staatsfonds Norges Bank Investment Management (NBIM), dat de voorbije jaren haar positie opbouwde naar 5,3 miljoen aandelen of 4,5%. Wellicht een transactie die past binnen een normaal portefeuillebeheer. Zeker gezien de lage olieprijs.

De Belgische kabelgroep, met een Amerikaanse hoofdaandeelhouder, kreeg vorige maand groen licht van de Europese Commissie om Base over te nemen. Telenet kocht vorig jaar deze mobiele dochter van het Nederlandse KPN voor 1,33 miljard EUR. Daarmee beschikt Telenet nu ook over een eigen mobiel netwerk en wordt het, na Proximus, de tweede grootste speler op de Belgische telecommarkt. Met de overname van Base moet Telenet niet langer netwerkcapaciteit gaan huren. Dit deed het bij Mobistar in een overeenkomst die nog tot 2017 loopt. Die periode van overlapping is ook nodig, want Telenet kan niet alle meer dan 1 miljoen mobiele klanten in één keer overzetten naar het Base-netwerk. Op

TELENET GROUP HOLDING



♦ **Koers:** 46,70 EUR
♦ **Ticker:** TNET Brussel
♦ **Isin-code:** BE0003826436



termijn is het natuurlijk de bedoeling dat Telenet de huidige Base-klanten ook andere diensten kan verkopen, zoals breedbandinternet, digitale televisie of vaste telefonie.

Ongeveer de helft van de klanten van Telenet neemt drie producten af. Telenet hoopt daarin ook te slagen bij de Base-klanten. Telenet hoopt met Base ook eindelijk een te duchten speler te worden op de bedrijfsmarkt. Zonder eigen mobiel aanbod was dit tot nog toe niet mogelijk en lag de weg breed open voor Proximus. Na de verplichte openstelling van de kabelmarkt krijgt Telenet voortaan wel af te rekenen met Mobistar, dat met een eigen televisieaanbod kwam. Telenet maakt zich sterk dat er geen prijzenslag zal komen.

De vorige week gepubliceerde jaarcijfers lagen in lijn met de verwachtingen. Alleen de aangekondigde aandeleninkoop ter waarde van 50 miljoen

EUR was wel een lichte ontgoocheling. Op een beurswaarde van 5,5 miljard EUR gaat het om minder dan 1%. Per saldo blijft het effect overigens neutraal want de aandeleninkoop zal enkel de aan het personeel toegekende opties neutraliseren. De groepsomzet (1,8 miljard EUR) steeg in 2015 met 6%, waarvan 4% organische groei en 2% prijsverhogingen. De bedrijfskasstroom of ebitda groeide met 4,9%, tot 944 miljoen EUR, goed voor een marge van 52,2%.

Op concrete verwachtingen voor 2016 is het nog wachten tot eind april. Dan zal ook bekend worden vanaf wanneer de cijfers van Base worden meegeteld. De nettoschuldpositie is opnieuw licht opgelopen naar 3,4 keer de ebitda. Het eigen vermogen van de groep is ook nog steeds negatief. Zolang de vrije kasstromen positief blijven (279 miljoen EUR in 2015), is dat niet onmiddellijk problematisch. ■

Conclusie

De verkoop van de op één na grootste aandeelhouder is op zich niet goed voor het vertrouwen. Maar ook los van die verkoop staan we op dit moment niet te springen voor een belegging in Telenet. De nadruk zal de komende tijd op de integratie van Base liggen en de groei is nog onzeker. Bovendien staat een terugkeer van het dividend nog niet onmiddellijk op het programma. Correct gewaardeerd.

Advies: houden/afwachten

Risico: gemiddeld

Rating: 2B

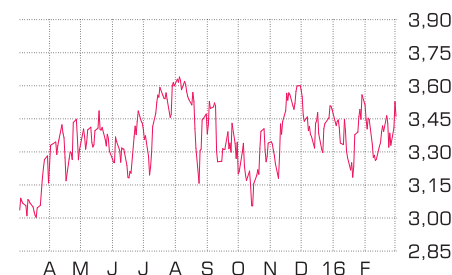
LIBERTY GLOBAL A



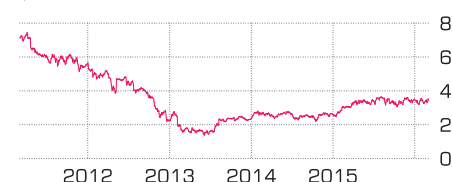
♦ **Koers:** 37,80 USD
♦ **Ticker:** LBTYA NASDAQ
♦ **Isin-code:** GB00B8W67662



KPN



♦ **Koers:** 3,46 EUR
♦ **Ticker:** KPN Amsterdam
♦ **Isin-code:** NL0000009082



MOBISTAR



♦ **Koers:** 18,72 EUR
♦ **Ticker:** MOBB Brussel
♦ **Isin-code:** BE0003735496



Belgische aandelen

FARMA

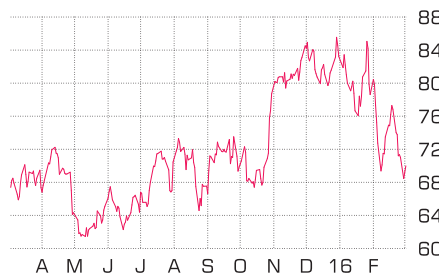
UCB



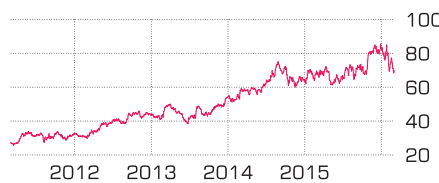
De Belgische farmagroep UCB kon een meer dan degelijk jaar-rapport voorleggen en wist vooral analisten en beleggers in te pakken met de prognoses 2016. De omzet is vorig jaar met 16% toegenomen (9% bij constante wisselkoersen), tot 3,88 miljard EUR (analistenconsensus 3,79 miljard EUR). De gecombineerde verkoop van de drie nieuwe ster-medicijnen CVN (Cimzia, Vimpat en Neupro) lag 38% hoger (+29% bij constante wisselkoersen), op 2,76 miljard EUR, in lijn met de gemiddelde analistenschatting.

Cimzia, een middel tegen reuma en de ziekte van Crohn (verwachte piekverkoop 1,5 miljard EUR), heeft de status van blockbuster bereikt met een verkoopcijfer van 1,083 miljard EUR voor 2015, tegenover 1,064 miljard gemiddeld verwacht. Dat is een klim met 36% op jaarbasis. Ook Vimpat, een middel tegen epilepsie (verwachte piekverkoop van 1,2 miljard EUR), voldeed aan de verwachtingen met een toename met 44% van de omzet, tot 679 miljoen EUR (consensus 676 miljoen EUR). Tot slot deed Neupro, een behandeling voor parkinson en het rustelozebenen syndroom (verwachte piekverkoop van 400 miljoen EUR), het iets minder dan verwacht, met een verkoopcijfer van 258 miljoen EUR,

UCB



♦ **Koers:** 69,99 EUR
♦ **Ticker:** UCB Brussel
♦ **Isin-code:** BE0003739530



tegenover een gemiddelde verwachting van 263 miljoen EUR.

Opmerkelijk blijft dat het oude ster-middel Keppra, ook een middel tegen epilepsie, meer dan standhoudt met 737 miljoen EUR verkopen in 2015, een stijging met 11% (consensus 693 miljoen EUR). Jean-Christophe Tellier, sinds begin vorig jaar de opvolger van Roch Doliveux als CEO, toonde zich tevreden over de prestaties en toonde zich ambitieus in de verwachtingen voor dit jaar, met een verwachte groepsomzet van 4,0 à 4,1 miljard EUR, een verwachte rebitda van een vork van 970 miljoen à 1,01 miljard EUR en een winst per aandeel in de vork 2,90 à 3,20 EUR. In de loop van vorig jaar was er eerst het minder goede nieuws dat de primaire eindpunten niet werden bereikt in de fase III-studie (laatste fase voor eventuele goedkeuring van een medicijn) van epratuzumab tegen

SLE, beter bekend als lupus. Beter nieuws was dat met Lannett dan toch een koper werd gevonden voor Kremers Urban, de Amerikaanse dochter gespecialiseerd in generische middelen voor 1,23 miljard USD.

Het jaar is voor de nieuwsstroom in elk geval goed begonnen. Zowel voor de Europese Unie als voor de Verenigde Staten is er de goedkeuring voor Briviciat (brivaracetam), een aanvullende therapie voor de behandeling van beginnende epilepsie-aanvallen bij patiënten vanaf zestien jaar. De lancering volgt later dit jaar. Daarnaast meldden UCB en zijn partner Amgen positieve fase III-resultaten bij vrouwen na de menopauze voor romosozumab, een potentieel geneesmiddel tegen osteoporose. De primaire, maar niet alle secundaire eindpunten werden bereikt. Wellicht wordt het dossier nog dit jaar ingediend voor goedkeuring. ■

Conclusie

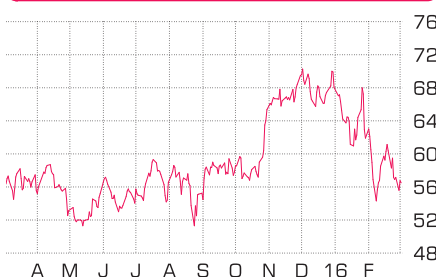
De analyse blijft dat het UCB-aandeel duur is tegen 28 keer de verwachte winst 2016 en een verhouding van 18 keer de ondernemingswaarde (ev) tegenover de bedrijfskasstroom (ebitda). Er zit met andere woorden al flink wat groeiverwachting in de huidige koers. Gelukkig noteert het Tubize-aandeel nog steeds met een hoge onderwaardering (korting van circa 40%) tegenover UCB. Vandaar de blijvende voorkeur van de moeder (Tubize), die het belang in UCB tot 35% opdreef, boven de dochter.

Advies: houden/afwachten

Risico: laag

Rating: 2A

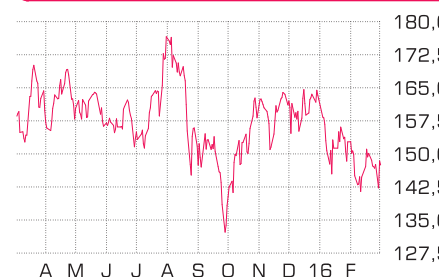
TUBIZE (FIN)



♦ **Koers:** 56,50 EUR
♦ **Ticker:** TUB Brussel
♦ **Isin-code:** BE0003823409



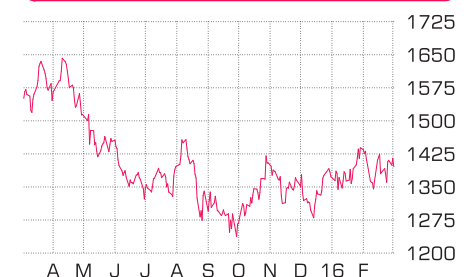
AMGEN INC.



♦ **Koers:** 147,49 USD
♦ **Ticker:** AMGN NASDAQ
♦ **Isin-code:** US0311621009



GLAXOSMITHKLINE



♦ **Koers:** 1.396,00 PNC
♦ **Ticker:** GSK Londen
♦ **Isin-code:** GB0009252882



Europese aandelen

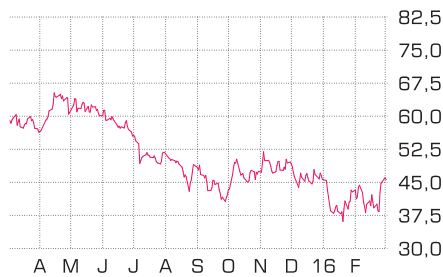
ENERGIE Technip



Technip beheerste eind 2014 nog het financiële nieuws met een bod van 1,47 miljard EUR op sectorgenoot CGG. Dat werd later weer ingetrokken. Het was een reactie op het bod van Halliburton op Baker Hughes. Technip wilde duidelijk uitgroeien tot de Europese consolidator in de sector. Begin de zomer 2015 zat Technip weer even vooraan in het financiële nieuws. De koers kreeg een dreun na de aankondiging van een nieuw herstructureringsplan, waarmee de groep zich schrap zette voor een langdurige, mindere periode voor de oliedienstindustrie. Maar liefst 6000 banen werden geschrapt (16% van personeel) en 650 miljoen EUR herstructureringskosten werden ten laste genomen. Tegen 2017 wil de groep voor 830 miljoen EUR structureel kosten besparen.

Nochtans is Technip een toonaangevende speler met belangrijke troefkaarten. Een eerste troefkaart is het brede activiteitenterrein. Technip heeft een Offshore/Onshore-afdeling, waarvan het eerste slaat op de installatie van boorplatforms op zee, en het tweede hoofdzakelijk op LNG en schaliegas. Maar daarnaast is er de afdeling Subsea, die betrekking heeft op flexibele pijpleidingen. Bijna alle nationale en internationale olie- en gasreuzen behoren tot het klantenbestand van

TECHNIP



♦ **Koers:** 45,60 EUR
♦ **Ticker:** TEC Parijs
♦ **Isin-code:** FR0000131708



het Franse oliedienstbedrijf, waaronder Exxon Mobil, Total, BP en Petrobras.

De tweede troefkaart is de wereldwijde aanwezigheid. Technip is al decennialang actief op alle continenten. De jaarresultaten over 2015 waren bovendien erg solide en leverden dan ook een positieve koersreactie op. De groepsomzet bedroeg 12,2 miljard EUR (gespreid over 6,3 miljard Offshore/Onshore en 5,9 miljard Subsea), een toename met 14% tegenover 2014. De aangepaste bedrijfswinst (ebit) herstelde spectaculair met bijna 20% (van 825 naar 987 miljoen EUR) of een toename van de ebit-marge van 7,7 naar 8,1% op groepsniveau, met 3,4% voor Offshore/Onshore en 19,0% voor Subsea.

Geruststellend is dat het orderboek hoog blijft, met 17,0 miljard EUR, al staan we wel een stuk onder het niveau

van een jaar geleden (20,9 miljard EUR eind 2014). Dat stevige orderboek laat de oliedienstengroep nog toe om het dividend voor boekjaar 2015 te handhaven op 2 EUR bruto per aandeel, terwijl de meeste waarnemers met een dividendverlaging rekening hadden gehouden.

Naar aanleiding van de jaarcijfers 2015 werden de perspectieven voor dit jaar voor beide afdelingen aangepast voor Subsea naar een omzet tussen 4,7 en 5,0 miljard EUR en voor Offshore/Onshore naar tussen 5,7 en 6 miljard EUR. Maar het margeverschil blijft groot, met 13 à 14% verwachte ebit-marge voor Subsea en slechts een marge tussen 4 à 5% voor Offshore/Onshore. Tegen ruim 10 keer de verwachte winst voor 2016 en minder dan 4 keer de verhouding tussen de ondernemingswaarde (ev) en de bedrijfskasstroom (ebitda) is het aandeel erg goedkoop. In het bijzonder voor Offshore/Onshore blijft het wel werken in moeilijke marktomstandigheden. ■

Conclusie

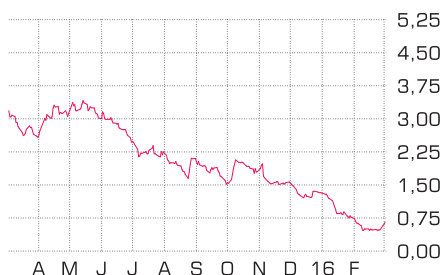
We blijven Technip als superieure kwaliteit binnen de oliedienstensector beschouwen. Maar het management verwacht de komende twaalf tot achttien maanden nog geen verbetering van de marktomstandigheden. Een portefeuilekandidaat, zodra de olieprijs duidelijk is uitgebodemd. Er is wel een beleggingshorizon van enkele jaren voor nodig.

Advies: koopwaardig

Risico: gemiddeld

Rating: 1B

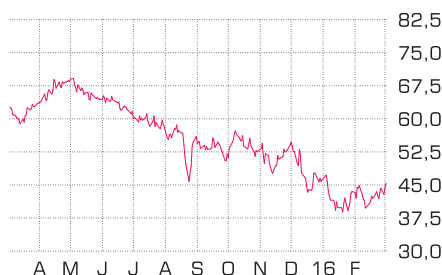
CGG



♦ **Koers:** 0,66 EUR
♦ **Ticker:** CGG Parijs
♦ **Isin-code:** FR0000120164



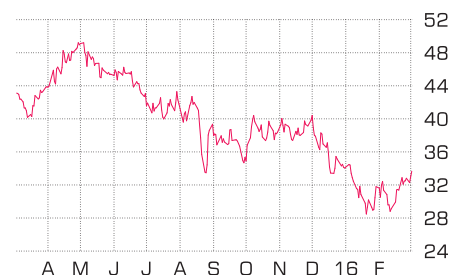
BAKER HUGHES INC



♦ **Koers:** 45,41 USD
♦ **Ticker:** BHI NYSE
♦ **Isin-code:** US0572241075



HALLIBURTON CO



♦ **Koers:** 33,66 USD
♦ **Ticker:** HAL NYSE
♦ **Isin-code:** US4062161017



Checklist Wereld

Koers Munt Markt H12m L12m K/w15 K/w16 Rend. Rating Advies

slotkoers van de vrijdag (A) of de woensdag (B) voor de verschijning

AMS: Amsterdam
BRU: Brussel
FRA: Frankfurt
HEL: Helsinki
LON: Londen
LUX: Luxemburg
MAD: Madrid
MIL: Milaan
NASD: Nasdaq
NYSE: New York
PAR: Parijs
STO: Stockholm
TOK: Tokyo
TOR: Toronto
ZUR: Zürich

hoogste en laagste koers van de jongste 12 maanden

(geschatte) koers-winstverhouding op basis van de winst per aandeel

dividendrendement op basis van het jongste uitgekeerde dividend

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

* nieuw advies

Koers Munt Markt H12m L12m K/w15 K/w16 Rend. Rating Advies

	Koers	Munt	Markt	H12m	L12m	K/w15	K/w16	Rend.	Rating	Advies
Adobe Systems Inc	88,39	USD	NASD	96,42	71,27	32,0	23,9	0,0	3B	Verkopen
Agnico Eagle Mines Ltd	33,89	USD	NYSE	37,24	21,00	423,6	50,6	0,9	1B	Koopwaardig
Alcoa	9,62	USD	NYSE	15,32	6,14	27,5	16,3	1,7	2B	Houden/afwachten
Alphabet	733,25	USD	NASD	810,35	529,00	21,2	18,2	0,0	3B	Verkopen
Anfield Nickel	0,77	CAD	TOR	0,96	0,51	-	-	0,0	2C	Houden/afwachten
Apple Inc	100,75	USD	NASD	134,54	92,00	11,1	10,1	2,2	2A	Houden/afwachten
Archer Daniels Midland	35,83	USD	NYSE	53,31	29,86	13,8	12,3	3,5	1B	Koopwaardig
Australian Agricultural Co	1,21	AUD	ASE	1,69	1,12	-30,2	-121,0	0,0	1C	Koopwaardig
Barrick Gold	13,58	USD	NYSE	14,45	5,91	27,2	23,0	0,6	1B	Koopwaardig
Berkshire Hathaway	136,73	USD	NYSE	148,57	123,55	19,4	16,6	0,0	2A	Houden
Blackberry	10,46	CAD	TOR	14,23	7,99	-27,5	-20,1	0,0	2C	Speculatief houden
Boeing	119,65	USD	NYSE	156,91	102,10	14,1	12,8	3,7	3B	Verkopen
Cameco	12,40	USD	NYSE	17,77	10,31	10,2	8,6	2,7	1C	Koopwaardig
Caterpillar	62,50	EUR	PAR	83,00	50,22	16,6	17,1	4,6	2B	Houden/afwachten
CF Industries	34,74	USD	NYSE	70,32	26,10	12,7	10,2	3,6	1B	Koopwaardig
Cisco Systems Inc	26,90	USD	NASD	30,12	22,46	11,7	11,3	4,2	2B	Houden
Coca Cola	43,77	USD	NYSE	44,18	36,56	22,6	21,2	3,2	2A	Houden/afwachten
Coeur Mining	4,00	USD	NYSE	6,35	1,62	-10,3	400,0	0,0	1C	Koopwaardig
Cosan	3,73	USD	NYSE	7,82	2,47	17,8	5,5	3,3	2B	*Houden/afwachten
Cresud	11,45	USD	NASD	15,17	8,50	-22,5	-1.145,0	0,0	2C	Houden/afwachten
Deere & Company	81,84	USD	NYSE	98,23	70,16	20,0	20,0	3,0	2B	Houden/afwachten
Disney (Walt)	97,00	USD	NYSE	122,08	86,25	16,7	15,6	1,5	3B	Verkopen
Dupont De Nemours	57,60	EUR	PAR	76,00	40,00	18,9	16,4	2,5	2B	Houden
Ebay Inc	23,72	USD	NASD	29,83	21,52	12,7	11,6	0,0	2C	Houden
Eli Lilly	74,02	USD	NYSE	92,85	68,31	20,9	18,6	2,8	2A	Houden/afwachten
Encana	4,59	USD	NYSE	14,73	3,00	-7,8	-38,2	0,9	2B	Houden/afwachten
Exxon Mobil	82,70	USD	NYSE	90,09	66,55	32,7	18,8	3,6	1A	Koopwaardig
Facebook Inc	108,77	USD	NASD	117,59	72,00	34,6	26,3	0,0	3C	Verkopen
Fedex Corporation	142,27	USD	NYSE	185,19	119,71	13,5	11,9	0,7	3B	Verkopen
First Quantum Minerals	6,62	CAD	TOR	19,83	2,15	27,6	11,6	0,4	2C	Houden/afwachten
First Solar Inc	68,53	USD	NASD	73,71	40,25	16,2	17,2	0,0	2C	Houden/afwachten
Ford	13,22	USD	NYSE	16,74	10,44	6,7	6,4	4,9	3B	Verkopen
Franco-Nevada	57,77	USD	NYSE	62,09	38,20	78,1	69,6	1,4	1B	Koopwaardig
Freeport-McMoRan	8,97	USD	NYSE	23,97	3,52	99,7	11,8	0,0	1C	Koopwaardig
General Electric	30,18	USD	NYSE	31,49	19,37	20,1	17,1	3,3	2B	Houden/afwachten
General Motors Company	30,15	USD	NYSE	38,99	24,62	5,5	5,3	5,2	3B	Verkopen
Gold Fields	4,05	USD	NYSE	4,68	2,04	19,3	12,3	0,3	1C	Koopwaardig
Goldcorp	14,38	USD	NYSE	21,66	9,46	143,8	59,9	1,6	1B	Koopwaardig
Hewlett Packard	10,90	USD	NYSE	16,16	8,91	6,9	6,6	4,8	3B	Verkopen
Iamgold	3,15	CAD	TOR	3,55	1,50	-6,8	-8,8	0,0	1C	Koopwaardig
IBM	136,30	USD	NYSE	176,30	116,90	10,1	9,6	3,9	1B	Koopwaardig
ICBC	10,24	USD	OTC	18,10	9,51	4,3	4,3	7,1	2B	Houden/afwachten
Intel	30,54	USD	NASD	35,59	24,87	13,3	11,8	3,5	2B	Houden/afwachten
Itau Unibanco Holding	6,96	USD	NYSE	13,33	5,48	7,8	7,2	0,7	1B	Koopwaardig
Kinross Gold Corporation	2,90	USD	NYSE	3,36	1,31	-24,2	-29,0	0,0	1C	Koopwaardig
Kivalliq Energy	0,07	CAD	TOR	0,15	0,06	-7,0	-	0,0	1C	Koopwaardig
Market Vectors Gold Miners Etf	19,05	USD	ARCX	21,35	12,40	-	-	0,6	1B	Koopwaardig
MasterCard	89,89	USD	NYSE	101,76	74,61	25,5	21,7	0,9	2B	Houden/afwachten
Mc Donald's	118,48	USD	NYSE	124,83	87,50	21,9	19,6	3,0	2A	Houden/afwachten
Merck & Co	47,00	EUR	PAR	56,34	42,51	12,7	12,4	3,6	2B	Houden/afwachten
Microsoft Corporation	52,95	USD	NASD	56,85	39,72	19,2	17,2	2,8	3A	Verkopen
Monsanto Company	85,30	USD	NYSE	123,82	81,22	16,6	13,8	2,4	2B	Houden/afwachten
Mosaic Company	28,15	USD	NYSE	53,21	22,02	15,7	12,6	4,3	1B	Koopwaardig
Motorola Solutions Inc	71,28	USD	NYSE	75,81	56,40	15,7	14,4	2,2	1C	Koopwaardig
Newmont Mining	26,24	USD	NYSE	27,90	15,39	42,3	24,5	0,4	1B	Koopwaardig
Nike	62,22	USD	NYSE	68,19	47,25	28,9	25,2	1,1	2B	Houden
Novo Nordisk	53,37	USD	NYSE	60,34	45,87	23,3	20,7	1,4	2A	Houden/afwachten
Pan American Silver	9,65	USD	NASD	10,44	5,38	-28,4	482,5	0,5	1B	Koopwaardig
Peabody Energy	2,44	USD	NYSE	113,56	2,01	-0,1	-0,1	0,0	3C	*Verkopen
Pepsico Inc	98,33	USD	NYSE	103,44	76,48	21,0	19,4	2,8	2A	Houden/afwachten
Petrobras	4,11	USD	NYSE	10,55	2,71	13,7	10,5	0,0	2C	Houden/afwachten
Pfizer	29,98	USD	NYSE	36,46	28,25	13,1	12,0	3,9	2A	Houden/afwachten
Potash Corp.	18,23	USD	NYSE	36,15	14,64	12,5	10,6	6,2	1B	Koopwaardig
Procter&Gamble	82,55	USD	NYSE	85,44	65,02	22,8	20,4	3,2	2A	Houden/afwachten
Proshares Short Qqq	54,52	USD	ARCX	64,45	50,81	-	-	0,0	1B	Koopwaardig
Proshares Short S&p500	21,22	USD	ARCX	23,89	20,33	-	-	0,0	1B	Koopwaardig
Qualcomm	52,85	USD	NASD	74,09	42,24	12,9	11,1	3,9	1B	Koopwaardig
Sandstorm Gold	4,09	CAD	TOR	4,69	2,82	-40,9	-102,2	0,0	1C	Koopwaardig



Koers Munt Markt H12m L12m K/w15 K/w16 Rend. Rating Advies

	Koers	Munt	Markt	H12m	L12m	K/w15	K/w16	Rend.	Rating	Advies
Schlumberger	74,41	USD	NYSE	95,13	59,60	36,5	26,4	2,8	2A	Houden/afwachten
Silver Wheaton	15,49	USD	NYSE	21,12	10,04	21,2	19,1	1,2	1B	Koopwaardig
Sociedad Quimica y Minera	18,34	USD	NYSE	25,91	12,65	18,9	15,3	2,1	2B	Houden/afwachten
Spdr Gold Shares	118,68	USD	ARCX	120,84	100,23	-	-	0,0	1B	Koopwaardig
Tesla Motors Inc	181,50	USD	NASD	286,65	141,05	145,2	59,3	0,0	3C	Verkopen
Transocean Inc	9,84	USD	NYSE	21,90	7,67	39,4	-14,9	0,0	2C	Houden/afwachten
Turkish Investment Fund	8,33	USD	NYSE	10,64	7,04	-	-	0,2	1C	Koopwaardig
Twitter	18,54	USD	NYSE	53,49	13,91	33,7	24,4	0,0	2C	Houden/afwachten
Uranium Participation	4,83	CAD	TOR	5,69	4,82	18,6	4,0	0,0	1B	Koopwaardig
Vale	3,63	USD	NYSE	9,14	2,13	-22,7	17,3	3,3	2C	Houden/afwachten
Vasco Data	14,14	USD	NASD	35,00	12,35	27,7	19,1	0,0	1B	Koopwaardig
Vertex Pharmaceuticals	92,52	USD	NASD	143,45	78,51	92,5	19,4	0,0	1B	Koopwaardig
Wal-Mart Stores	66,21	USD	NYSE	83,90	56,30	16,0	15,3	2,9	2B	Houden/afwachten
Wilmar International	22,03	USD	OTC	25,56	17,41	-	-	2,1	1B	Koopwaardig
Yahoo	32,91	USD	NASD	46,17	26,15	59,8	52,2	0,0	2B	Houden/afwachten
Yingli Green	4,45	USD	NYSE	24,70	2,93	-0,1	-0,9	0,0	3C	Verkopen
Yum! Brands	75,41	USD	NYSE	95,90	64,58	21,3	18,7	2,6	2A	Houden/afwachten

Flash

AGNICO-EAGLE MINES

Primus inter pares

Agnico-Eagle Mines (AEM) prijkt steevast bovenaan op de ranglijst van gouddelvers met de laagste productiekosten, gecombineerd met de sterkste balans. Dat had ook zijn prijs, want het aandeel noteerde met een premie tegenover het sectorgemiddelde. Daarbij komt dat de meeste activa in mijnvriendelijke en politiek stabiele regio's zijn gelegen. Met de overname van Osisko Mining werden meer schulden aangegaan, maar AEM kreeg daarvoor ook een aantal kwaliteitsvolle activa in de plaats.

AEM beschikt over negen operationele mijnen die worden opgedeeld in een Northern- en een Southern-afdeling. De Canadese mijnen – La Ronde, Lapa, Goldex, Canadian Malartic en Meadowbank – behoren tot de Northern-afdeling, net als Kittila in Finland. Eind dit jaar gaat Lapa dicht, omdat de reserves van de mijn zijn uitgeput. Toch is het niet uitgesloten dat er na nieuwe exploratie in de toekomst terug wordt geproduceerd. De drie Mexicaanse mijnen van de groep – Pinos Altos, Creston Mascota en La India – vormen samen de Southern-afdeling.

De mijnen van de groep produceerden in 2015 gezamenlijk 1,67 miljoen ounce goud, 17% meer dan een jaar eerder en iets boven de consensusprognose. De Northern-afdeling stond daarbij in voor 1,32 miljoen ounce en de Southern-activa voor 352.000 ounce. De AISC of de totale productiekosten daalden naar 810 USD per ounce. De Mexicaanse mijnen doen het iets beter

met een operationele productiekostprijs van gemiddeld 408 USD, tegenover 609 USD voor de Canadese en Finse mijnen. AEM realiseerde op jaarbasis een operationele winst van 990 miljoen USD. Door afboekingen en uitzonderlijke kosten werd 2015 afgesloten met een beperkte nettowinst van 25 miljoen USD of 0,11 USD per aandeel. Meadowbank levert de grootste bijdrage aan de operationele groepswinst (25%), gevolgd door La Ronde (20%) en Canadian Malartic.

AEM stelt voor de periode 2016 tot 2018 een gemiddelde jaarlijkse output van 1,53 miljoen ounce voorop. Naast de eerder vermelde sluiting van Lapa zal ook Meadowbank tijdelijk minder goud produceren omdat de komende periode minder rijke ertslagen zullen worden ontgonnen (lagere grades). Het management stelt voor dit jaar een totale productiekostprijs van 850 tot 890 USD voorop. In 2017 en 2018 moet dat cijfer weer dalen. Pas vanaf 2019 wordt weer groei voorzien, als de huidige uitbreidingsprojecten meer goud zullen opleveren. Het gaat daarbij vooral om Meliadine (3,3 miljoen ounce reserves) en Amaruq (2 miljoen ounce).

Meliadine wordt wellicht pas in 2020 opgestart maar Amaruq wordt normaal vroeger operationeel. Verder staan er zowel bij Kittila, La Ronde als Goldex uitbreidingen op het programma. De goudreserves van de groep werden verlaagd naar 19,1 miljoen ounce. Die verlaging moet worden genuanceerd, want AEM maakt gebruik van een conservatieve referentieprijs van 1100 USD. Als de grens voor het economisch rendabel produceren op 1200 USD wordt gelegd, zouden de reserves toenemen tot 21 miljoen ounce.

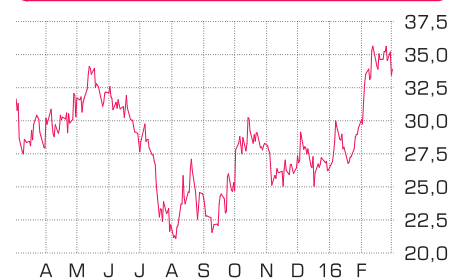
AEM sloot het boekjaar af met een

cashpositie van 132 miljoen USD en een ongebruikte kredietfaciliteit van 935 miljoen USD. De nettoschuld schommelt nog rond 1 miljard USD. Daarvan moet het dit en volgend jaar 150 miljoen USD terugbetalen, de rest vervalt pas na 2020. AEM keert ook een bescheiden kwartaaldividend van 8 dollarcent per aandeel uit. ■

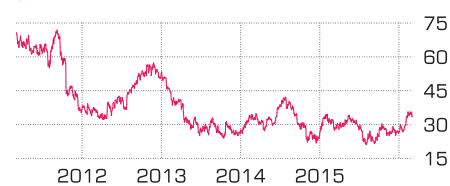
Conclusie

Agnico-Eagle Mines is de jongste weken minder hard gestegen dan de sectorgenoten, maar het aandeel was altijd al duurder dan het marktgemiddelde en noteert nu aan 1,8 keer de boekwaarde. Dat kan nog altijd worden verantwoord door de lage productiekosten en de kwaliteit van de activa, waarbij de kans op negatieve verrassingen beduidend lager dan gemiddeld ligt. Een hogere goudprijs kan de winsten flink doen aantrekken.

AGNICO EAGLE MINES LTD



♦ **Koers:** 33,89 USD
 ♦ **Ticker:** AEM NYSE
 ♦ **Isin-code:** CA0084741085



♦ **Advies:** koopwaardig
 ♦ **Risico:** gemiddeld
 ♦ **Rating:** 1B

To brexit or not to brexit

Verlaat Groot-Brittannië de Europese Unie of niet? Premier David Cameron had de Britten beloofd dat ze zich voor of tegen het lidmaatschap van de Unie mochten uitspreken. Daarom wordt op 23 juni een referendum georganiseerd. Tot dan hebben voor- en tegenstanders de tijd om zich uit te putten in argumenten om de bevolking te overtuigen.

Moeilijk te becijferen

Over de impact van een brexit op de Britse economie zijn de meningen verdeeld. Er zijn zo veel parameters om rekening mee te houden, terwijl ook de macro-economische omgeving een belangrijke rol speelt. De Bank of England doet zelfs geen poging om de gevolgen te becijferen. De consensus bij de commerciële banken is dat de economische groei in Groot-Brittannië aanvankelijk zal terugvallen door meer handelsbelemmeringen, lagere buitenlandse investeringen en een lager vertrouwen bij consumenten en bedrijven. Door de eigen soepelere, monetaire politiek en een goedkope munt zou de groei vanaf 2019 echter hoger liggen dan in een scenario waarin Groot-Brittannië in de Europese Unie blijft. Die laatste aanname is bijzonder interessant, want de studies gaan er dus van uit dat het Britse pond (GBP) per definitie zal verzwakken tegenover de valuta van de belangrijkste handelspartners, met voorop uiteraard de euro (EUR) en de dollar (USD).

De financiële markten wachten niet af tot 23 juni om posities in te nemen. De EUR-GBP-verhouding bereikte vorige zomer een dieptepunt op 0,69. Dat niveau werd opnieuw getest in november, maar intussen is de EUR/GBP geklommen naar 0,775. Wie denkt dat het opwaartse potentieel daarmee opgebruikt is, neemt er het beste eens de langetermijngrafiek van de EUR/GBP bij. In de zomer van 2011 noteerde het valutapaar tegen 0,9, terwijl in 2009 nog bijna de pariteit tussen beide munten werd bereikt. De GBP verloor ook flink wat terrein tegenover de USD: van 1,71 in 2014 naar 1,39 begin deze week.

Speculatief of defensief

Beleggers kunnen anticiperen op schommelingen in het GBP via afgeleide producten. Er zijn twee manieren om die producten te gebruiken: speculatief of defensief. Wie speculatieve posities inneemt, wil zonder meer inspelen op de verwachte volatiliteit van het GBP. Wie activa in GBP bezit (bijvoorbeeld Britse aandelen of een termijnrekening in GBP), kan dezelfde afgeleide producten ook defensief inzetten.

BNP Paribas Markets biedt verschillende turbo's long en turbo's short aan met zowel de EUR/GBP als de GBP/USD als onderliggende waarde. De spread bedraagt daarbij gemiddeld 4 eurocent. Ook ING heeft sprinters op beide valutaparen in het aanbod, maar het verschil tussen aan- en verkoopkoers loopt bij die uitgever op naar 6 eurocent. Wie zich tot de EUR/GBP beperkt, is het beste gediend bij Goldman Sachs Markets (GS Markets), dat een spread van slechts 3 eurocent aanrekent. De hefboomen zijn bij valuta traditioneel erg hoog. Dat komt door de lage nominale waarde van het onderliggende valutapaar, waardoor ook de procentuele schommelingen meestal gering blijven.

Scenario 1 gaat uit van een verdere verzwakking van de GBP. We zijn van oordeel dat het opwaartse potentieel van de EUR tegenover de Britse munt hoger ligt dan bij de USD. We concentreren ons daarom op de EUR/GBP turbo long. Wie voor de GBP/USD als onderliggende waarde kiest, moet dus een turbo short kopen als hij een stijging van de Amerikaanse munt verwacht.

EUR/GBP Turbo Long (gemiddeld risico)

Isin-code:	NL0011053137
Munt:	EUR
Financieringsniveau:	0,67
Referentieprijs:	0,7775
Stoploss:	0,677
Hefboom:	7,1
Koers:	14,1/14,13

Bij deze turbo long van GS Markets met de EUR/GBP als onderliggende waarde ligt de stoploss net onder het dieptepunt van vorig jaar. Op dit moment ligt de actuele referentieprijs daar 15% boven. Dezelfde uitgever biedt nog drie turbo's long aan met een

nog hogere stoploss en hefboom, voor wie bereid is meer risico's te nemen.

EUR/GBP Turbo Long (laag risico)

Isin-code:	NL0011053152
Munt:	EUR
Financieringsniveau:	0,57
Referentieprijs:	0,7775
Stoploss:	0,576
Hefboom:	3,71
Koers:	29,96/29,99

Beleggers die liever op veilig spelen, kunnen voor een lagere stoploss kiezen. Dat gaat dan wel gepaard met een lagere hefboom. In het bovenstaande voorbeeld ligt de EUR/GBP 35% boven dat stoplossniveau.

Het ligt in de lijn van de verwachtingen dat de peilingen in aanloop naar het referendum frequent zullen schommelen. De kans is daarom groot dat de GBP op een bepaald moment een tegenbeweging maakt en een deel van het verlies goedmaakt. In dat **tweede scenario** kan dus voor een EUR/GBP turbo short of een GBP/USD turbo long worden gekozen. Wij kiezen in dit voorbeeld voor een turbo long van uitgever BNP Paribas Markets met de GBP/USD als onderliggende waarde.

GBP/USD Turbo long (hoog risico)

Isin-code:	NL0011655139
Munt:	EUR
Financieringsniveau:	1,227
Referentieprijs:	1,39
Stoploss:	1,2638
Hefboom:	8,27
Koers:	1,55/1,56

Merk op dat bij de GBP/USD de spread slechts 1 eurocent bedraagt. Het verschil tussen referentieprijs en stoploss bedraagt 10%.

Met een EUR/GBP turbo short kunnen beleggers ook op een tussentijds herstel van de Britse munt inspelen.

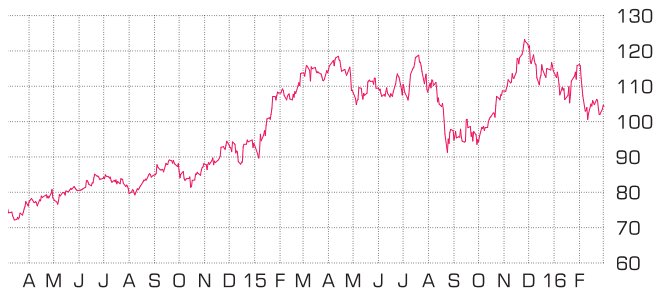
EUR/GBP Turbo Short (gemiddeld risico)

Isin-code:	NL0011053079
Munt:	EUR
Financieringsniveau:	0,91
Referentieprijs:	0,7775
Stoploss:	0,898
Hefboom:	5,8
Koers:	17,27/17,3

De stoploss bij deze turbo short van uitgever GS Markets bevindt zich 15% boven de referentieprijs. Als de EUR/GBP boven dat niveau stijgt, wordt de turbo automatisch beëindigd. ■

Markt in beeld

ANHEUSER-BUSH INBEV

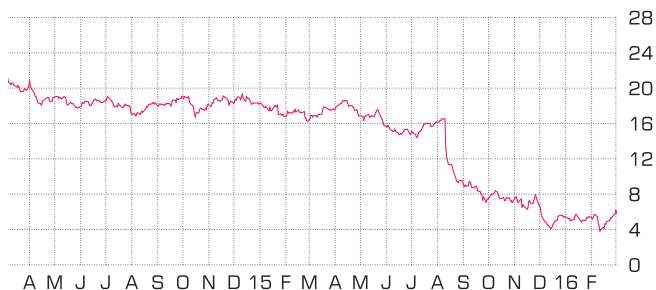


♦ **Koers:** 104,30 EUR
 ♦ **Ticker:** ABI Brussel
 ♦ **Isin-code:** BE0003793107

Advies: houden/afwachten
Risico: laag
Rating: 2A

De jaarcijfers over 2015 van de bierbrouwer AB InBev kwamen onder de verwachtingen van de analisten uit. Het totale volume nam met 0,6% af, terwijl de bedrijfskasstroom (ebitda) met 7,8% aantrok, tot 16,84 miljard USD. De genormaliseerde winst per aandeel daalde van 5,43 USD in 2014 tot 5,20 USD. Het jaardividend wordt met 20% opgetrokken, tot 3,60 EUR per aandeel. In november 2015 werd al een interim-dividend van 1,60 EUR betaald. De overname van SAB Miller ligt op schema. Voor 2016 mikt AB Inbev op een groei die hoger is dan de inflatie. Na de top van november 2015 keerde de trend naar dalend. Op 100 EUR ligt een sterke steunzone.

DELTA LLOYD GROEP



♦ **Koers:** 5,79 EUR
 ♦ **Ticker:** DL Amsterdam
 ♦ **Isin-code:** NL0009294552

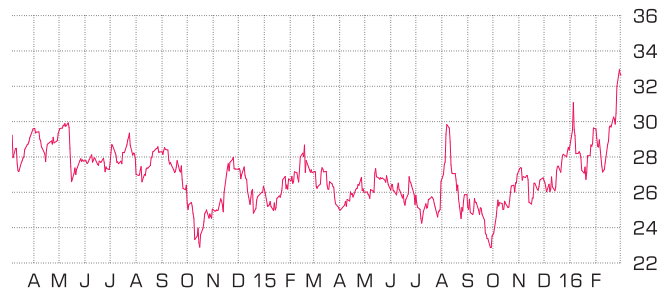
Advies: houden/afwachten
Risico: gemiddeld
Rating: 2B

Vorig jaar boekte de verzekeraar Delta Lloyd een nettowinst van 128 miljoen EUR, tegenover 361 miljoen EUR het jaar voordien. De groep liet bij die gelegenheid weten zijn belang van 30,5% in de bank Van Lanschot naar de beurs te brengen. Daardoor kan de kapitaalverhoging die nodig is om de Solvency II-ratio op te krikken en waarbij eerder werd gemikt op 1 miljard EUR, worden terugschroefd tot 650 miljoen EUR. Toch blijft een aantal aandeelhouders gekant tegen de kapitaaloperatie. Op de grafiek zien we een proces van uitbodeming. Op 4 EUR werd een bodem gevormd, waarna de koers opveerde. Een doorbraak boven het drievoudige topje op 5,70 EUR zou een eerste technisch aankoopssignaal genereren. De koers kan dan stijgen richting 8 EUR, waar weerstand ligt.

Voor al uw beleggingsvragen

☎ **0900/10.507** (0,50€/min.)
 elke vrijdag van 9u30-12u00

BEKAERT

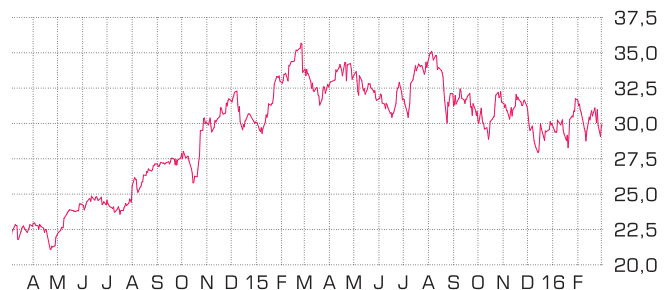


♦ **Koers:** 32,64 EUR
 ♦ **Ticker:** BEKB Brussel
 ♦ **Isin-code:** BE0974258874

Advies: koopwaardig
Risico: gemiddeld
Rating: 1B

In 2015 boerde de West-Vlaamse groep Bekaert prima door de succesvolle integratie van overnames, gunstige wisselkoerseffecten en een betere productmix. De geconsolideerde omzet groeide met 14%, tot 3,7 miljard EUR. De marges namen toe in China en Latijns-Amerika, ondanks de toegenomen concurrentie. In Europa kende de groep zelfs haar rendabelste jaar ooit, met een marge van 11,3%. Per aandeel verdiende ze 1,83 EUR tegen 1,51 EUR in 2014. De nettoschuld ten opzichte van de ebitda verminderde van 2,5 tot 1,9. Het brutodividend per aandeel wordt opgetrokken van 0,85 tot 0,90 EUR. De trend is na de doorbraak boven 30 EUR duidelijk à la hausse gericht.

PROXIMUS



♦ **Koers:** 29,88 EUR
 ♦ **Ticker:** PROX Brussel
 ♦ **Isin-code:** BE0003810273

Advies: houden/afwachten
Risico: laag
Rating: 2A

In 2015 zag de telecomoperator Proximus zijn omzet met 2,2% toenemen, tot 5,99 miljard EUR, terwijl de bedrijfskasstroom (ebitda) met 4,9% steeg, tot 1,73 miljard EUR. De nettowinst zakte wel met 26,3%, tot 482 miljoen EUR. Dit jaar mikt de groep op een verdere groei, zowel voor de omzet als de ebitda. Proximus wil het dividend stabiel houden op 1,5 EUR per aandeel en voor 2016 mikt het op een identiek dividend. De focus voor investeringen ligt op supersnelle internetverbindingen voor bedrijven. De beleggers reageerden negatief op de cijfers. Een daling van de koers onder 28 EUR geeft een technisch verkoopsignaal. Op 30 EUR ligt de eerste weerstand.

Haussecombinaties op Total

De Franse oliiegigant **Total (41,70 EUR)** presteerde heel wat beter dan de meeste sectorgenoten, al bleef de groep niet immuun voor de daling van de olieprijs. Over heel 2015 kromp de aangepaste nettowinst slechts met 18%, terwijl de gemiddelde olieprijs met 47% kelderde. De oliereus plukt de vruchten van een doordacht investeringsbeleid en tot 2019 rekent de groep op een jaarlijkse toename van de productie met 5%. Total blijft op langere termijn uitgaan van een olieprijs van 100 EUR per vat, omdat zonder nieuwe investeringen de wereldwijde olieproductie met 5% terugloopt. Een tweede reden voor de goede houding is dat het kan profiteren van de hoge raffinagemarges, al moeten we aanstippen dat die in het vierde kwartaal van 2015 onder druk stonden.

De hamvraag luidt of het royale dividend van 6% bruto niet in het gedrang komt. We menen dat dat voorlopig niet het geval is, omdat Total fors knipt in zijn kosten en zijn investeringsbudget. Hoewel de lagere raffinagemarges een reden van bezorgdheid zijn, denken we dat de koers haussepotentieel heeft door de lage waardering, het

aantrekkelijke dividendrendement en de prima positie van Total om te profiteren van een herstel van de olieprijs. Met opties kunt u inspelen op zo'n scenario.

Defensieve callspread

Koop call dec '17 35 @ 7,75 EUR
Schrijf call dec '17 44 @ 3,85 EUR

In deze callspread stopt u slechts een relatief beperkt bedrag, terwijl u over mooie winstkansen beschikt als de koers van Total licht aantrekt. De aankoop van de call december 2017 met uitoefenprijs 35 kost 775 EUR, terwijl het schrijven van de call 44 met dezelfde aflooptdatum een premie van 385 EUR oplevert. Uw inzet bedraagt dus 390 EUR (775 – 385), en dat is ook uw maximale verlies. Alleen als de koers van Total op de vervaldag onder 35 EUR daalt, speelt u uw volledige inzet kwijt. Uw break-even (winst noch verlies) ligt op 38,90 EUR, bijna 7% onder de huidige koers. Als de koers van het Total-aandeel op de vervaldag 44 EUR of meer noteert, behaalt u de maximale winst van 510 EUR, of 131% meer dan uw inzet. Om dat te bereiken, moet Total slechts met 6% opwaarderen.

Put schrijven

Schrijf put dec '17 40 @ 7,05 EUR

De premie die u krijgt voor het schrijven van de put december 2017 met uitoefenprijs 40 (705 EUR), oogt heel aantrekkelijk. Ze betekent dat u per saldo slechts verlies lijdt bij koersen onder 32,95 EUR, zodat u over een baissemarge van 21% beschikt. Ook het schrijven van de put december 2017 36 (premie 5,05 EUR) of 32 (premie 3,45 EUR) lijkt kansrijk.

Turbo

Koop call dec '17 48 @ 2,60 EUR
Schrijf put dec '17 28 @ 2,25 EUR

Bij deze turbo koopt u de call december 2017 met uitoefenprijs 48, een contract dat 260 EUR kost. Die operatie financiert u grotendeels via het schrijven van de put december 2017 met uitoefenprijs 28, wat 225 EUR in het laatje brengt. Uw investering bedraagt dus 35 EUR (260 – 225). Bij koersen op de vervaldag van meer dan 48,35 EUR behaalt u winst, terwijl u bij een daling onder 28 EUR bijkomend verlies boekt. U beschikt echter over een dalingsmarge van 33%. ■

Lezersvragen

Het aandeel van Gamesa blijft sterk presteren. Is het aandeel nog steeds te behouden?

Het aandeel van het Spaanse windenergiebedrijf maakte eind januari een forse sprong (+19%), toen bekend raakte dat Siemens en **Gamesa** in gevorderde gesprekken zijn voor het samenvoegen van Gamesa met de windenergie-afdeling van Siemens. De gecombineerde groep zou het nummer één worden onder de producenten van windturbines, met een marktaandeel van 15%, tegenover 11% voor General Electric en 10% voor Vestas Wind Systems. Een officiële aankondiging leek een kwestie van dagen,

maar Iberdrola wil als grootste aandeelhouder van Gamesa (19,69%) de prijs opdrijven, en vooralsnog is er geen deal.

Vorige week kon Gamesa opnieuw de markt bekoren met sterke jaarresultaten en vooral beter dan verwachte vooruitzichten voor 2016. De

DE MARKT VERWACHT EEN OVERNAME VAN GAMESA DOOR SIEMENS.

omzet steeg op jaarbasis met 23%, tot 3,5 miljard EUR, +28% in de afdeling windturbines (3,03 miljard EUR), en +8% in de afdeling onderhoud (471 miljoen EUR). Het geïnstalleerde vermogen steeg met 21,2%, tot 3180

megawatt (MW), terwijl het orderboek eind december afklokte op 3197 MW, +28% tegenover eind 2014. De recurrente bedrijfswinst (rebit, zonder eenmalige elementen) steeg met 54%, tot 294 miljoen EUR, of een ebit-marge van 8,4%, tegenover 6,7% in 2014. In het vierde kwartaal was er een stijging met 30%, tot 87 miljoen EUR, ebit-marge van 7,4% naar 9%. De recurrente nettowinst steeg met 85,3%, tot 170 miljoen EUR, of 0,61 EUR per aandeel (+59,3% in het vierde kwartaal tot 44 miljoen EUR). De nettokaspositie verdubbelde ruimschoots tegenover eind 2014, tot 301 miljoen EUR.

Gamesa kijkt vertrouwensvol naar 2016, en stelde beter dan verwachte doelstellingen voorop: minstens 3800 MW geïnstalleerd vermogen, minstens 400 miljoen rebit en minstens 9% ebit-

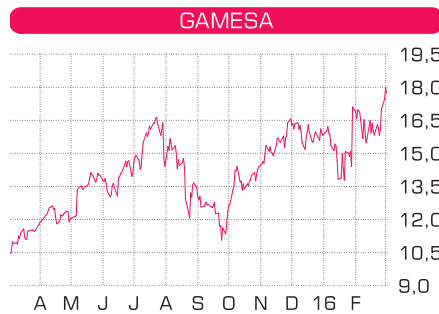
marge. Daarmee worden de doelstellingen van het businessplan 2015 tot 2017 één jaar vroeger behaald of zelfs overschreden. De sterke positie in grote, opkomende windenergiemarkten zoals India, Mexico, Brazilië en China, legt de Spanjaarden duidelijk geen windeieren.

De vooruitzichten blijven dus sterk, maar het is duidelijk dat de markt nu wel een deal met Siemens verwacht. De waardering is stevig, tegen 21,5 keer de verwachte winst 2016 en een ondernemingswaarde (ev) van 8,9 keer de verwachte bedrijfskasstroom (ebitda) 2016. Dat is wel verantwoord, gezien de positieve vooruitzichten. Het aandeel is te **behouden**, maar we zouden in geval van een grote positie wel gedeeltelijk winst nemen (**rating 2B**).

Ik maak me zorgen over mijn belegging in Transocean. Komt het nog goed?

Transocean, de wereldmarktleider in de verhuur van olieboorinstallaties, maakt moeilijke tijden mee. De enorme cyclische dip in de oliedienstensector laat steeds diepere sporen na. In oktober 2014 bestond de vloot nog uit 79 platforms, waarvan er 69 actief waren, twee inactief en acht *stacked* (met verminderde operationele kosten, zonder uitzicht op een nieuw contract). Dankzij een mengeling van groot contractverval (twintig platforms in 2015), een aantal contracten die vervroegd werden ontbonden, en een zeer zwakke markt voor het afsluiten van nieuwe contracten, kromp de vloot sindsdien naar 61 platforms, waarvan 35 actief, vijf inactief en 21 *stacked*. In 2016 (16) en 2017 (9) vervallen nogmaals 25 contracten. De vooropgestelde heropleving van de markt wordt steeds verder vooruitgeschoven.

De bezettingsgraad zakte in het vierde kwartaal terug naar een schamele 60% en naar 71% op jaarbasis, tegenover 76% in 2014 en 79% in 2013. Positief is wel dat het gemiddelde dagtarief slechts licht terugviel, van 408.200 USD in 2014 naar 400.500 USD in 2015. In het vierde kwartaal was er zelfs een toename naar 422.800 USD (406.400 USD in 2014). De recurrente nettowinst hield dankzij een beter dan verwacht vierde kwartaal nog goed stand, met op jaarbasis een lichte daling, van 1,8 miljard USD naar



♦ **Koers:** 17,73 EUR
♦ **Ticker:** Madrid
♦ **Isin-code:** ES0143416115



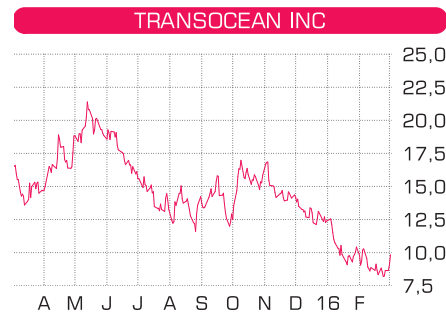
1,74 miljard USD (4,74 USD per aandeel).

De markt verwacht dit jaar nog een lichte winst en verliesjaren in 2017 en 2018. De nettoschuldpositie daalde tot 7,1 miljard USD, komende van 8 miljard USD eind 2014. Het orderboek bedraagt momenteel 15,5 miljard USD. Het nieuwbouwprogramma van elf platforms werd fors heronderhandeld, waardoor de kapitaalinvesteringen terugvallen van minstens 2 miljard USD de voorbije jaren, naar 1,4 miljard USD in 2016 en zelfs 0,6 miljard USD in 2017.

Het nieuwe ultradiepwatervlootplatform Thalassa begon in februari een tienjarig

TRANSOCEAN MAAKT MOEILIJKE TIJDEN MEE DOOR DE FORS LAGERE OLIEPRIJS.

contract met Shell, tegen een aantrekkelijk dagtarief van 519.000 USD. Later dit jaar volgen nog de Proteus (tienjarig contract met Shell; dagtarief 519.000 USD) en de Conqueror (vijfjarig contract met Chevron; dagtarief 589.000 USD). Van de overige negen nieuwbouwplatforms, die tussen 2017 en 2020 worden opgeleverd, hebben er slechts twee een contract op zak. We blijven van oordeel dat Transocean verderop de cyclus een rol zal spelen in een onvermijdelijke consolidatie, maar voorlopig bevestigen we ons advies **houden**, met bovengemiddeld risico (**rating 2C**). ■



♦ **Koers:** 9,84 USD
♦ **Ticker:** RIG NYSE
♦ **Isin-code:** CH0048265513



Agenda

MAANDAG 7 MAART

Atenor Group: jaarresultaten 2015
Xior: jaarresultaten 2015

DINSDAG 8 MAART

Frankrijk: handelsbalans
EU: bbp-groei Q4
Ontex: jaarresultaten 2015
Paiiri Daiza: laatste dag openbaar bod Euronext Brussel

WOENSDAG 9 MAART

VK: industriële productie
bpost: jaarresultaten 2015
Boskalis: jaarresultaten 2015
E.ON: jaarresultaten 2015
Inditex: jaarresultaten 2015
Jensen: jaarresultaten 2015

DONDERDAG 10 MAART

Duitsland: loonkosten
VS: initiële werkloosheidsaanvragen
VS: industriële bestellingen
Agfa-Gevaert: jaarresultaten 2015
Carrefour: jaarresultaten 2015
Keyware: jaarresultaten 2015
Option: jaarresultaten 2015
Resilux: jaarresultaten 2015
RTL Group: jaarresultaten 2015

VRIJDAG 11 MAART

VS: im- en exportprijzen
Argen-X: jaarresultaten 2015
BHF Kleinwort Benson: laatste dag openbaar bod Euronext Brussel
Deutsche Bank: jaarresultaten 2015
Roularta Media: jaarresultaten 2015

Een dagelijkse update op
www.insidebeleggen.be

Portefeuille

	ISIN-code	AK-koers	Aantal	Munt	Koers	Waarde	Gewicht	Rating*	Historie
CONSUMPTIE MIDDENKLASSE (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
ENERGIE (11,78%)									
PNE Wind	DE000A0JBPG2	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
GOUD EN METALEN (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
LANDBOUW (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
VERGRIJZING (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

PORTFEUILLE-RETURN

	Aandelen	%	Cash	%	Totale waarde	%
Totaal	88.223,43	85,37	15.122,02	14,63	103.345,45	-1,4

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

Aankoop: we hebben 20 deelbewijzen **SPDR Gold Shares** gekocht tegen **118 USD** (2170,7 EUR)

Verkoop: we verkopen 125 aandelen **Fagron** tegen minimaal **5,60 EUR** en 5 aandelen **Syngenta** tegen minimaal **412,5 CHF**

Fagron legt financieringsplan op tafel

Witte rook bij Fagron. Het financieringsplan omvat eerst een private plaatsing voor 131 miljoen EUR, tegen de gemiddelde koers van de 30 dagen voorafgaand aan de buitengewone aandeelhoudersvergadering (wellicht in april), met een maximum van 5,5 EUR per aandeel. De plaatsing gebeurt bij WPEF bv, een holdingvennootschap van het Nederlandse investeringsfonds Waterland en Baltisse (Filip Balcaen), en bij vijf investeerders, Alychlo nv (Marc Coucke), Carmignac, Midlin nv, Bart Versluys en de nieuwe CEO, Hans Stols. Daarna komt er een uitgifte met een voorkeurrecht voor 89 miljoen EUR, tegen 90% van de uitgifteprijs van de private plaatsing (circa

4,95 EUR per aandeel).

De beperkte korting van 10 procent is een meevaller, net zoals het feit dat de uitgifte volledig is onderschreven door WPEF op voorwaarde dat de andere private investeerders, behalve Stols, hun voorkeurrecht uitoefenen. De private plaatsing vereist een beslissing tot verkoop van of het volledig stopzetten van Bellevue Pharmacy, het door de gewijzigde terugbetalingsvoorwaarden zwaar getroffen, niet-steriele compoundingbedrijf in de Verenigde Staten. Daarnaast moet opnieuw worden onderhandeld over de convenanten met de banken en de Amerikaanse obligatiehouders. Want ongewijzigd kan Fagron pas in 2017 opnieuw aan alle convenanten vol-

doen. Mocht de private plaatsing alsnog mislukken, dan komt er een veel meer verwaterende uitgifte met een voorkeurrecht voor 220 miljoen EUR (uitgifteprijs nog te bepalen).

De markt reageerde terecht opgelucht. Als het lukt, stijgt het aantal uitstaande aandelen van 32,1 miljoen naar ongeveer 74 miljoen. Dat biedt perspectief op lange termijn. Er zijn echter een heleboel voorwaarden voor de deal. Gezien onze voorzichtige houding ten aanzien van de markten op korte termijn, willen we geen extra liquiditeiten in de kapitaalverhoging steken. Vandaar eerst een gedeeltelijke verkoop om die middelen dan eventueel in de publieke kapitaalverhoging te investeren (**rating 2C**). ■

Beschikt u over een iPad, scan dan deze code en ontdek onze App. Beschikt u over een ander type scan dan deze code en ontdek onze site.



Directeur strategie: Danny Reweghs, **Uitgever:** Jos Grobben, **Verantwoordelijke uitgever:** Sophie Van Iseghem, p/a Roularta Media Group NV, Meiboomlaan 33, 8800 Roeselare (sophie.van.iseghem@roularta.be), **Grafieken en koers-update:** VWD, **Abonnementen:** Bel: 078/353.313 (opvolging), 078/353.305 (werving) of mail naar info@abonnementen.be. Jaarlijkse abonnementsbijdrage: 319 EUR, bijkomende opbergmap: 20 euro door storting op rekening, IBAN BE05 4032 1017 0175 - BIC KREDBEBB met vermelding van 'map Inside Beleggen'. **Copyright 2013:** Biblo NV. Alle rechten voorbehouden. Nadruk verboden. Informatie afkomstig van bronnen die wij als betrouwbaar beschouwen, maar zonder onze verantwoordelijkheid.

