

19 avril 2018 - n° 16

45<sup>e</sup> année - Anvers - P509535

Paraît 1 fois par semaine

A paraître prochainement sur  
[www.initiedelabourse.be](http://www.initiedelabourse.be)

- La taxe sur les comptes-titres
- D’Ieteren
- IBM
- Mithra Pharmaceuticals
- Sipef

Chattez avec nous ce 19 avril  
de 12 à 13 heures sur  
<http://initiedelabourse.be/chat>

### SOMMAIRE

#### Analyse de la semaine 2-3

La bulle technologique  
se dégonfle

#### Analyses d’actions 4-9

Ahold Delhaize  
Archer Daniels Midland  
BHP Billiton  
Hugo Boss  
Immobil  
Statoil

#### Marché en graphiques 10

Aperam  
Deutsche Bank  
Retail Estates  
Volkswagen

#### Autres investissements 11

Options sur Ahold Delhaize  
Dérivés : l’uranium

#### Portefeuille 12-13

Fagron

#### Obligations 14-15

L’Europe Centrale

#### Question d’investissement 16

Etex

### Disclaimer

Reproduction interdite de quelque  
manière que ce soit. Informations  
provenant de sources fiables.

Aucune responsabilité en cas de  
manque à gagner ou de perte lié(e)  
à l’utilisation de ces informations.

Donald Trump serait-il en passe de provoquer un retournement de situation dans les pays émergents ? Souvenons-nous que durant la semaine qui a suivi l’improbable victoire du candidat républicain, l’indice MSCI Emerging Markets s’était tassé de 7 %. Dès son arrivée à la Maison Blanche, le 45<sup>e</sup> président des Etats-Unis a mis à exécution sa promesse, maintes fois répétée pendant sa campagne, d’annuler l’accord de libre-échange transpacifique (TPP).

Le vent de panique est toutefois rapidement retombé. Reste que Donald Trump martèle depuis plusieurs mois son intention de mettre

### Le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine ne peut qu’inquiéter les marchés émergents.

en œuvre son programme électoral radical, y compris sur le plan du commerce international. Même la perspective d’une guerre commerciale avec la Chine – dont celle-ci, tout comme d’autres pays émergents, a tout lieu de s’inquiéter – ne semble pas l’effrayer. Or depuis le printemps 2016, soit après de nombreuses années de nette sous-performance, les marchés émergents se portent très bien, bien mieux encore que l’indice MSCI World (l’indice mondial). Ainsi le tracker iShares MSCI Emerging Markets ETF (47,5 dollars ;



ticker : EEM ; cotation sur le NYSE sous le code ISIN US4642872349) a-t-il progressé ces 12 derniers mois de 22 %, soit près de deux fois plus que le MSCI World (+11,5 %). On note cependant un (léger) retard depuis le début de l’exercice 2018.

#### Afflux massif

Au début de 2018 encore, les afflux nets en direction des fonds des pays émergents demeuraient élevés. Les arguments en faveur de ces régions sont les importants progrès réalisés dans la maîtrise de l’inflation, l’exécution des indispensables réformes économiques et politiques, le renforcement des comptes courants et l’accroissement des réserves de devises, à quoi s’ajoute naturellement le redressement économique mondial. Nous n’avons rien à objecter à cela, sinon qu’après le bond d’environ 75 % effectué depuis le plancher atteint il y a plus de deux ans, nous sommes devenus plus prudents. Il n’est pas impossible

que la période de surperformance soit désormais derrière nous, pour les raisons suivantes :

- Inflexion radicale du sentiment : comme indiqué précédemment déjà, le profond pessimisme des investisseurs et des analystes a fait place à un optimisme débordant.
- Sous-valorisation en grande partie balayée : il y a près de deux ans, les marchés émergents étaient nettement sous-évalués par rapport aux Bourses occidentales. Leur retard s’est sensiblement réduit depuis : ils affichent désormais un rapport C/B escompté de près de 17 pour l’exercice, contre 18 pour l’indice MSCI World.
- Affaiblissement du tableau technique : s’il n’existe pour l’heure aucune raison de s’affoler, un nombre croissant de signaux semblent indiquer la formation d’un sommet, en d’autres termes un affaiblissement du tableau technique des marchés émergents. ©

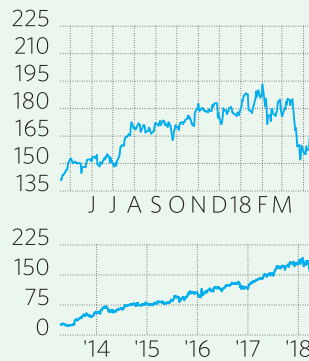
## La bulle technologique se dégonfle

Sous l'impulsion des actions FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google), l'indice des valeurs technologiques Nasdaq a atteint un nouveau record historique au début de cette année. La valeur boursière conjointe de ces quatre entreprises a culminé à un peu plus de 2.300 milliards de dollars. Cela faisait longtemps que le reste du marché ne pouvait plus suivre ce rythme infernal. La hausse a reposé sur une base particulièrement étroite. Nous dénonçons déjà la formation d'une bulle technologique l'an dernier. Début février, le quatuor a commencé à peser lourdement – et dans le sens négatif – sur l'indice Nasdaq. En deux mois, la valeur boursière des quatre actions FANG a baissé de plus de 300 milliards, à moins de 2.000 milliards de dollars. L'indice NYSE Fang+, créé l'an dernier, est un peu plus large. Outre les quatre valeurs précitées, il comprend également Apple, Alibaba, Baidu, Nvidia, Tesla et Twitter. Cet indice a subi une correction d'environ 15 % depuis son sommet.

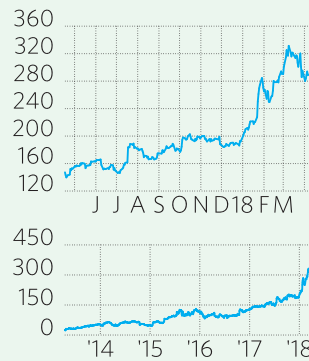
### Un marché suracheté

Plus une surperformance se maintient par rapport au marché élargi, plus la probabilité est élevée que les investisseurs souffrent de vertige. La longue période de volatilité historiquement basse des marchés d'actions a pris fin au début de cette année. L'optimisme induit par la croissance économique, associé à la réduction des stimuli monétaires, a déclenché une remontée des taux d'intérêt à court et à

### FACEBOOK INC



### NETFLIX



### ALPHABET



long terme. A un moment donné, le marché ne pouvait plus ignorer les valorisations très élevées des valeurs technologiques. Depuis que le sentiment s'est inversé, les prétextes pour opérer des prises de bénéfices ne manquent pas. Et sur un marché suracheté, les événements s'enchaînent très vite.

### Motifs distincts

Les valeurs FANG n'ont pas toutes reculé pour les mêmes raisons. La correction qui a fait le plus grand

**Toute envolée de cours doit inciter l'investisseur à réduire ses positions devenues trop importantes. Dans le secteur techno, cela vaut en particulier pour Facebook et Tesla Motors.**

bruit est celle subie par Facebook. L'entreprise britannique Cambridge Analy-

tica a pu exploiter les données personnelles de millions d'utilisateurs de Facebook en vue d'influencer la campagne électorale de Donald Trump. Le directeur de Facebook, Mark Zuckerberg, a fait amende honorable, mais en Bourse, le mal était fait. Aussi la réglementation sur la protection des données personnelles sera-t-elle durcie, et assortie d'amendes très lourdes. Avec une position de trésorerie de plus de 40 milliards de dollars,



**JEFF BEZOS**  
Le directeur d'Amazon est dans le collimateur de Donald Trump.

Facebook n'a certes aucun souci à se faire dans l'immédiat. Il est plus difficile d'anticiper les répercussions de cette affaire sur le modèle économique de l'entreprise. Selon Zuckerberg, rien ne suggère à ce jour que les utilisateurs tournent massivement le dos au réseau social. Il n'est cependant pas improbable que certains annonceurs le fassent. La croissance du nombre d'utilisateurs ralentit depuis plusieurs trimestres et est, pour l'instant, compensée par la hausse des tarifs publicitaires. Mais rien ne dit que Facebook pourra continuer à augmenter ses prix, après ce scandale.

Google (Alphabet) est confronté fondamentalement aux mêmes problèmes de sécurité que Facebook. Le modèle économique des deux géants de la technologie est d'ailleurs très similaire. Tant Facebook que Google sont des entreprises publicitaires qui veulent rentabiliser leur base d'utilisateurs auprès des annonceurs. Mais Google le fait depuis bien plus longtemps que Facebook, et est plus intégré dans la vie des internautes. Il est beaucoup plus difficile aux utilisateurs d'Internet de se passer de Google que de Facebook : Google Chrome, Google Maps, Google docs et YouTube, pour ne citer qu'eux, sont omniprésents tant dans la sphère privée que professionnelle. Pour l'instant, Google échappe encore aux critiques, mais des « dommages collatéraux » semblent inévitables.

Amazon subit les foudres de Donald Trump. Le président

estime que la position d'Amazon est trop dominante et déstabilise le marché. Il est également d'avis que l'entreprise paie trop peu d'impôts. Mais selon les observateurs, c'est surtout avec le directeur d'Amazon, Jeff Bezos, qu'il est en guerre. Ce dernier est également le propriétaire du *Washington Post*, un journal que déteste le président. Les tweets de Trump à l'encontre d'Amazon ont en tout cas déjà coûté plusieurs milliards de capitalisation boursière au géant.

La correction subie par Netflix est notamment liée à sa valorisation. Les cash-flows disponibles de l'entreprise sont toujours négatifs. C'est également le cas de Tesla, qui a perdu environ un tiers de sa valeur de marché depuis septembre dernier. Les chiffres de production du Model 3 restent systématiquement en deçà des promesses. Il n'en a d'ailleurs jamais été autrement avec les autres modèles. Pendant de nombreuses années, Wall Street a ignoré les nombreux retards et l'incapacité de Tesla à satisfaire aux prévisions.

Mais le sentiment du marché est peu à peu en train de changer. Si Tesla veut continuer à justifier sa valorisation actuelle, des progrès sont indispensables. Bien que son action ait corrigé, l'entreprise ne nous convainc toujours pas. Chez Apple, les dégâts sont relativement limités.

Contrairement à la plupart des autres actions du secteur, sa valorisation n'est pas excessive. Pourtant, Apple n'est pas exempte de pro-

## PERFORMANCE DES FANG

Source : Bloomberg

	Perf. depuis le sommet	Perf. sur 1 an
Facebook	-20%	+10%
Netflix	-15%	+95%
Alphabet	-14,8%	+19%
Amazon	-14%	+53%
Nasdaq Comp.	-9,2%	+19%

### Fiches FANG

#### Facebook

Capit. boursière : 453,5 milliards USD

C/B 2017 : 25,4

Cours/CA 2017 : 11,1

Objectif de cours moyen (12 mois) : 219 USD

#### Amazon

Capit. boursière : 673,9 milliards USD

C/B 2017 : 305

Cours/CA 2017 : 3,8

Objectif de cours moyen (12 mois) : 1.670 USD

#### Netflix

Capit. boursière : 123,1 milliards USD

C/B 2017 : 212,5

Cours/CA 2017 : 10,5

Objectif de cours moyen (12 mois) : 285 USD

#### Alphabet (Google)

Capit. boursière : 706,3 milliards USD

C/B 2017 : 28,3

Cours/CA 2017 : 6,3

Objectif de cours moyen (12 mois) : 1.327 USD

blèmes, avec notamment l'essoufflement de la croissance du marché des smartphones. Sa division Services est certes en plein essor, mais son poids reste insuffisant pour contrebalancer le recul de la croissance dans le segment de l'iPhone. Par ailleurs, la croissance prévisionnelle du chiffre d'affaires (CA), de 5 %, est bien maigre.

### Un avertissement

Ne dramatisons surtout pas la correction. Celle-ci n'en-

lève rien au caractère exceptionnel de l'ascension des cours opérée ces dernières années. Dans l'ensemble, les performances réalisées l'an dernier également sont positives. La décennie écoulée a conditionné les investisseurs à acquérir les actions dès qu'elles se replient.

Cette stratégie « buy the dip » a d'ailleurs été presque toujours payante.

Les fiches FANG ci-contre révèlent que la plupart des analystes ont, en dépit de la récente correction, fixé pour ces actions, à l'exception de Netflix, un objectif de cours pour les 12 prochains mois nettement supérieur à leur cours actuel. Il semble donc que les récentes mauvaises nouvelles ne se traduisent plus par des baisses des cours, dans le secteur. Il se pourrait dès lors que la correction soit terminée ou le soit bientôt, et même que les FANG battent à nouveau leurs records. Quoi qu'il en soit, comme pour les marchés en général, nous considérons le net repli récent des actions FANG comme un avertissement : toute envolée des cours doit inciter l'investisseur à réduire progressivement ses positions devenues trop importantes. Dans le secteur techno, cela vaut en particulier pour Facebook et Tesla Motors. ©

AHOLD DELHAIZE

## Un ratio cours/bénéfice convenable

Il y a finalement encore un peu de place sur le marché de la vente au détail américain aux côtés du géant Amazon. Les investisseurs sont arrivés à cette conclusion ces derniers mois, après le vent de panique qu'avait soulevé l'an dernier le rachat de Whole Foods par Amazon. Ahold Delhaize, qui réalise plus de 60 % de son chiffre d'affaires (CA) et de son bénéfice outre-Atlantique, a rassuré le marché en publiant des résultats très honorables. Au quatrième trimestre, tant Ahold USA que Delhaize America ont constaté en base comparable une légère progression de leur CA. Ahold Delhaize a cependant été affecté par l'affaiblissement du billet vert, qui s'est traduit par un tassement de 3,6 % de ses ventes exprimées en euro. Plus important encore : les marges bénéficiaires ont à peine sourcillé. Au dernier trimestre de 2017, Ahold USA a dégagé une marge de 4,2 % au niveau de son bénéfice opérationnel sous-jacent (un an plus tôt, ce chiffre atteignait 4 %) et Delhaize America une marge de 4 % (contre 3,6 % à la même période en 2016). La guerre des prix que tout le monde craignait sur le marché américain ne s'est donc pas déclarée. Naturellement, on ne peut écarter ce risque. Ahold Delhaize parvient à maintenir ses marges grâce aux synergies que la fusion entre Ahold et Delhaize a permises. Sur le marché du détail américain, les rumeurs d'acquisitions vont bon train. Des alliances sont en effet nécessaires pour contrer



### AHOLD DELHAIZE



**Cours:** 19,6 euros  
**Ticker:** AD  
**Code ISIN:** NL0011794037  
**Marché:** Euronext Bruxelles  
**Capit. boursière:** 24,5 milliards EUR  
**C/B 2017:** 13  
**C/B attendu 2018:** 14  
**Perf. cours sur 12 mois:** +2 %  
**Perf. cours depuis le 01/01:** +8 %  
**Rendement du dividende:** 3,54 %

Amazon. Ahold Delhaize pourrait jouer un rôle dans cette vague de consolidation. Il pourrait revoir son mécanisme de protection, qu'il peut enclencher en cas d'offre d'acquisition hostile et qui assure à la fondation au profit de laquelle il peut, le cas échéant, émettre des ac-

tions privilégiées, de garder le contrôle en assemblée générale. De plus en plus d'actionnaires s'opposent à cette pilule empoisonnée, qui, selon eux, pèse sur le cours de l'action. La mesure expirera cette année, mais le groupe n'a pas encore annoncé son intention de la reconduire.

### Il y a donc encore un peu de place sur le marché de la vente au détail américain.

En dehors des Etats-Unis, Ahold évolue toujours très bien, tant aux Pays-Bas, son marché domestique, qu'en Europe Centrale et du Sud. Aux Pays-Bas, le CA s'est accru de non moins de 6 % à périmètre comparable, notamment grâce à la hausse de ses parts de marché. La marge bénéficiaire sous-jacente s'est quelque peu érodée, en raison de la croissance sensible de bol.com. L'an dernier, cette plateforme électronique a réalisé un CA de 1,6 milliard d'euros,

mais la rentabilité n'est hélas pas au rendez-vous. C'est en Belgique que Delhaize est en perte de vitesse : en base comparable, la croissance est inexistante et la marge a reculé à un misérable pour cent. On attend du nouveau directeur, avec son nouveau plan stratégique, qu'il y redresse la barre. Le groupe continue de générer des cash-flows abondants. En 2017, après investissements, Ahold Delhaize disposait encore de 1,9 milliard d'euros pour gâter les actionnaires. Pour cette année, la direction pronostique un cash-flow disponible aussi riche. Elle a donc décidé d'accroître le dividende de 10,5 % et de racheter pour deux milliards d'euros d'actions du groupe, ou environ 8 % de sa capitalisation boursière.

### Conclusion

Ces résultats appréciables ont rassuré les investisseurs. La valorisation du groupe demeure convenable, à un rapport C/B de 14 et une valeur d'entreprise correspondant à près de sept fois le cash-flow d'exploitation. La production abondante de cash-flows est un atout supplémentaire. Nous réitérons donc notre conseil : « acheter ».

**Conseil:** acheter  
**Risque:** moyen  
**Rating:** 1B

Paru sur [initiedelabourse.be](http://initiedelabourse.be) le 12 avril

## D'ABCD à A+BCD ?

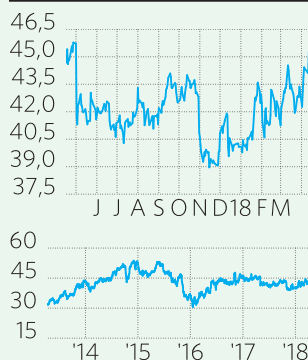
Depuis plusieurs décennies, la filière de la production et de la transformation agricoles est dominée par le quatuor «ABCD», formé par Archer Daniels Midland (ADM), Bunge, Cargill et Dreyfus – ces deux derniers n'étant pas cotés en Bourse. Mais tout pourrait bientôt changer. L'an passé, Bunge a été citée comme candidate à une acquisition à deux reprises. Il y a d'abord eu une tentative d'approche du géant suisse des matières premières Glencore, qui ne cache pas sa volonté d'acheter des actifs agricoles. Puis en février, le bruit s'est ré-

### La tendance à la consolidation du secteur agricole n'a rien d'étonnant.

pandu qu'ADM et Bunge étaient en pleines négociations, mais elles auraient capoté en mars. Il est un fait que Bunge est une proie attrayante pour ADM vu sa position dominante dans le segment de la transformation du soja en aliments pour bétail et sa forte présence en Amérique latine. Cette tendance à la consolidation n'a rien d'étonnant. Une vague d'acquisitions plus large avait déjà déferlé sur le secteur agricole il y a quelques années. Les résultats sont sous pression dans la filière de la production et de la transformation après quatre années successives de récoltes record qui ont

pesé sur les prix des cultures et les marges dans l'activité de transformation. Pourtant, ADM est parvenu à accroître son résultat net récurrent par rapport à l'année précédente. Une première depuis 2014. Son chiffre d'affaires (CA) s'est cependant contracté de

#### ARCHER DANIELS



**Cours :** 44,33 dollars  
**Ticker :** ADM US  
**Code ISIN :** US0394831020  
**Marché :** New York  
**Capit. boursière :** 24,8 milliards USD  
**C/B 2017 :** 18,2  
**C/B attendu 2018 :** 15,2  
**Perf. cours sur 12 mois :** -1%  
**Perf. cours depuis le 01/01 :** +10,6%  
**Rendement du dividende :** 3%



GET

2,4 %, à 60,8 milliards de dollars. Un meilleur quatrième trimestre durant lequel le bénéfice net récurrent par action a bondi de 0,75 à 0,82 dollar en glissement annuel (prévisions : 0,70 dollar) lui a permis d'enregistrer une hausse de 2,16 à 2,43 dollars en base annuelle. La division logistique Services agricoles (achat, conservation et transport de cultures) a vu son bénéfice opérationnel récurrent (Rebit) se redresser de 245 à 301 millions de dollars au quatrième trimestre en glissement annuel, et de 2 % en base annuelle, à 585 millions. La division Transformation du maïs s'est également montrée performante avec une hausse du Rebit de 19,4 % en base annuelle, à 909 millions de dollars. Le quatrième trimestre a en revanche été moins favorable pour la division Transformation de semis oléagineux (pressage et suite de la transformation notamment du soja et du tournesol en huiles végétales) : baisse du Rebit de 239 à 202 millions de dollars, qui se traduit par une contraction de 4,4 % en base

annuelle, à 841 millions de dollars. La plus petite division, Wild Flavors et ingrédients alimentaires spécialisés, a pour sa part vu son Rebit progresser de 47 %, à 56 millions de dollars, au quatrième trimestre, mais en base annuelle, la croissance ne dépasse pas 3,3 %, à 284 millions. Pour cet exercice, ADM espère réaliser au moins 300 millions de dollars d'économies par rapport à 2017 et s'attend à une amélioration des conditions de marché. De plus, l'entreprise commencera à récolter les fruits de ses acquisitions et investissements de ces deux dernières années à partir du deuxième semestre. Le dividende trimestriel a été relevé de 4,7 %.

#### Conclusion

L'action ADM a déçu ces deux dernières années. Mais le marché escompte à nouveau une croissance du CA (+2,6 %) du groupe pour 2018 et la poursuite du redressement de son bénéfice net vers les trois dollars par action. Celle-ci est attrayante à 15,2 fois le bénéfice attendu en 2018 et avec un ratio valeur d'entreprise (EV)/cash-flow d'exploitation attendu (Ebitda) de 10,3. Une éventuelle acquisition de Bunge pourrait apporter un surcroît de valeur. ○

**Conseil :** acheter  
**Risque :** moyen  
**Rating :** 1B

Paru sur [initiedelabourse.be](http://initiedelabourse.be)  
 le 13 avril

BHP BILLITON

## Le fonds activiste marque un point

Tout comme son concurrent Rio Tinto, le groupe minier BHP Billiton a tiré profit des prix élevés des minerais de fer et de cuivre. Son bénéfice sous-jacent hors impôts a en effet progressé d'un quart en glissement annuel au premier semestre de son exercice fiscal 2018, à 4,1 milliards de dollars. C'est sa plus nette évolution depuis le premier semestre de 2014. Cela dit, le résultat reste légèrement inférieur au consensus de 4,21 milliards de dollars, en conséquence de coûts plus élevés liés aux minerais et au charbon.

Du fait de la réforme fiscale américaine, le bénéfice net a reculé à 2,02 milliards de dollars, contre encore 3,2 milliards un an plus tôt. Le minerai de fer a livré la plus importante contribution au bénéfice opérationnel (38 %), suivi par le cuivre (28 %). L'énergie (18 %) et le charbon (16 %) ont généré le solde. BHP a misé beaucoup sur le cuivre : il a investi 2,5 milliards de dollars pour prolonger la durée de vie de la mine de cuivre Spence, au Chili.

La direction du groupe doit cependant composer depuis l'an dernier avec un fonds activiste, Elliott Management Corp., qui détient désormais quelque 5 % des titres. Elliott vise à accroître la valeur actionnariale. Pour parvenir à sa fin, il encourage à la vente de la division Energie. Le fonds revend également le versement d'un dividende plus élevé et voudrait enfin s'attaquer à la structure de l'entreprise. Et Elliott a atteint certains de ces objectifs. Ainsi



### BHP BILLITON



**Cours:** 1386 pence  
**Ticker:** BLT LN  
**Code ISIN:** GB0000566504  
**Marché:** Londres  
**Capit. boursière:** 80,1 milliards de livres (GBP)  
**C/B 2017:** 22  
**C/B attendu 2018:** 10  
**Perf. cours sur 12 mois:** +16 %  
**Perf. cours depuis le 01/01:** -9 %  
**Rendement du dividende:** 5,2 %

BHP vendra-t-il les activités américaines liées au schiste. Le groupe les avait acquises en 2011 pour 20 milliards de dollars, et espère les céder cette année pour la moitié du prix d'achat. Un échange avec d'autres actifs est tout

### Le dividende est majoré de 37,5 %.

aussi envisageable, de même qu'une cotation en Bourse distincte. BHP conserve cependant en portefeuille les actifs conventionnels liés à l'énergie. Quant au dividende, BHP en a relevé l'acompte de 40 à 55 centimes de dollar par action, soit une augmentation de 37,5 %. Le groupe minier redistribue ainsi 72 % du bénéfice sous-jacent.

BHP Billiton a une structure duelle : un siège au Royaume-Uni et l'autre en Australie. Elliott affirme que la simplification de la structure induirait de nombreuses économies. Il est cependant peu probable que celle-ci ait lieu à court terme. Car la structure actuelle procure aussi des avantages fiscaux.

Au cours des six premiers mois de son exercice fiscal 2018, le groupe a allégé sa dette nette de 900 millions de dollars, à 15,4 milliards de dollars. Son taux d'endette-

ment s'établit à 19,9 %. BHP a dégagé un cash-flow disponible de 4,9 milliards de dollars. Au cours des deux prochaines années, le groupe espère réaliser des gains de productivité à hauteur de deux milliards de dollars. Les investissements en capital et dépenses consacrées à l'exploration ne dépasseront pas les huit milliards de dollars.

BHP peut difficilement estimer ce que lui réservera le second semestre. Le prix du minerai de fer est hautement volatil. La Chine compense le ralentissement de la croissance du crédit et l'essoufflement du marché immobilier par des investissements accrus dans l'infrastructure. Le prix du cuivre a baissé au premier trimestre.

### Conclusion

BHP a fait état d'un bon premier semestre mais la récente évolution du cours de son action trahit une nervosité accrue sur le marché. Le même phénomène a affecté Rio Tinto et Glencore. La valorisation de BHP est conforme à celle du secteur et, depuis le relèvement du dividende, c'est aussi le cas du rendement. ©

**Conseil:** conserver/attendre

**Risque:** moyen

**Rating:** 2B

Paru sur [initiedelabourse.be](http://initiedelabourse.be) le 12 avril

## La croissance au rendez-vous, la rentabilité une autre paire de manches

La marque de luxe allemande est finalement parvenue à inverser la tendance l'année dernière en ce sens qu'en base comparable et à cours de change constants, le chiffre d'affaires (CA) des magasins est de nouveau en progression. Une évolution positive qui s'est également répercutée sur le cours de l'action, lequel s'est redressé l'an dernier après avoir fortement chuté en 2015 et pendant une bonne partie de l'année 2016 (baisse de cours d'environ 60 %). La stratégie mise en place par Mark Langer, le PDG de Hugo Boss, qui repose sur un repositionnement de la marque et la fermeture des magasins non rentables,

### La direction de l'entreprise ne s'attend toujours pas à ce que la marge bénéficiaire s'améliore.

semble dès lors porter ses fruits.

A périmètre comparable, le CA des magasins qui appartiennent à l'entreprise a augmenté de 3 % pendant la période d'octobre à décembre 2017, entraînant l'an dernier une hausse de 3 % du CA si l'on tient compte de cours de change constants. Si l'on considère les effets de change, le CA de Hugo Boss a progressé de 1 % par rapport à 2016, passant de 2,693 à 2,733 milliards d'euros.

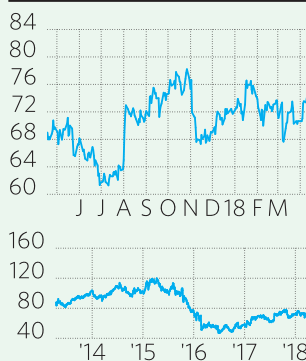
Hugo Boss est l'un des leaders mondiaux du marché

de la mode haut de gamme. Outre la marque centrale BOSS, l'entreprise exploite également les marques de niche BOSS Orange (vêtements plus décontractés), BOSS Green (vêtements de loisirs) et HUGO (mode contemporaine). Le redressement du CA s'observe dans toutes les régions d'implantation de l'entreprise. En base comparable, elle a ainsi vu son CA progresser de 2 % en Europe (mais +1 % compte tenu des effets de change) et de 1 % aux Etats-Unis (mais -1 % fluctuations de change comprises). C'est toutefois en Asie, la Chine en tête, que la croissance du CA a été la plus significative. Sur le continent asiatique, Hugo Boss a en effet vu son CA augmenter de 6 % à cours de change constants (+4 % si l'on inclut les effets de change). Les chiffres de 2017 contrastent avec ceux de l'année 2016, au terme de laquelle l'entreprise avait enregistré une diminution du CA de 2 %. Hugo Boss a atteint son pic de rentabilité en 2013, avec une marge d'Ebit (cash-flow d'exploitation/CA) de

24,3 %. En 2016, le rendement de la marque de luxe n'atteignait plus que 18,2 %. L'an dernier, l'Ebitda est resté plus ou moins stable (491 millions d'euros, contre 493 millions fin 2016), ce qui implique, dans un contexte de légère hausse du CA, que

la marge d'Ebitda a continué de s'éroder (18,0 %). Sous l'effet, notamment, d'un fonds de roulement revu à la baisse et des investissements qui ont été réalisés, le cash-flow disponible a en revanche progressé de manière spectaculaire en 2017 (+33 %, à 294 millions d'euros), surpassant nettement les attentes de la direction (250 millions d'euros). Pour cette année, le PDG Langer a pronostiqué une croissance du CA plus importante qu'en 2017 mais il ne s'attend toujours pas à ce que la marge bénéficiaire progresse. Les actionnaires recevront un dividende brut de 2,65 euros par action.

### HUGO BOSS



Cours : 73,8 euros

Ticker : BOSS GR

Code ISIN : DE000A1PHFF7

Marché : Francfort

Capit. boursière : 5,20 milliards EUR

C/B 2017 : 22

C/B 2018 attendu : 20,5

Perf. cours sur 12 mois : +10 %

Perf. cours depuis le 01/01 : +4 %

Rendement du dividende : 3,6 %



### Conclusion

Au printemps 2017, nous avons commencé à suivre Hugo Boss parce que d'une part le géant de la mode avait déclaré qu'il allait s'attaquer à ses problèmes de croissance et de rentabilité, et d'autre part, la valorisation de son action était raisonnable à la lumière des cinq dernières années. Et celle-ci l'est encore, à 20,5 fois le bénéfice attendu pour cette année mais surtout à 10 fois le rapport attendu entre la valeur de l'entreprise et l'Ebitda. Compte tenu cependant de la perspective d'une stagnation de la marge bénéficiaire, nous émettons un avis moins favorable que la dernière fois. ©

Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

Paru sur [www.initiedelabourse.be](http://www.initiedelabourse.be) le 11 avril

IMMOBEL

## Relève le dividende de 10 % malgré le contexte de transition

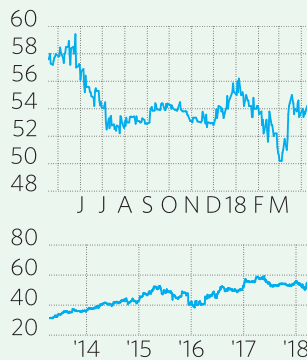
Immobel avait prévu depuis longtemps déjà que 2017 serait une année de transition, au cours de laquelle il sèmerait les graines en vue d'assurer une récolte fructueuse en 2018, 2019 et 2020. Début décembre, l'annonce du rachat en trois phases du groupe immobilier Nafilyan & Partners, qui se concentre surtout sur l'Ile-de-France, a suscité l'intérêt des investisseurs. Fondée en 2014 seulement, cette société de promotion immobilière est devenue une référence en développement d'appartements, de maisons individuelles groupées et de logements en résidences gérées. En vitesse de croisière, le groupe doit pouvoir commercialiser 1.500 à 2.000 logements par an, et vise un chiffre d'affaires (CA) de 300 millions d'euros.

Immobel a tout d'abord pris une participation de 15 %. Par le biais d'options croisées, il procédera à l'acquisition de 36 % supplémentaires du groupe français au cours de l'exercice 2019, et en deviendra l'actionnaire majoritaire. Les 49 % d'actions restantes pourront être acquis au cours de l'exercice 2020. Le coût d'acquisition pour Immobel s'élèvera au maximum à 130 millions d'euros ; il dépendra des cash-flows d'exploitation (Ebitda) de l'entreprise.

Le plus ancien promoteur immobilier belge (fondé en 1863) s'offre véritablement une nouvelle jeunesse en s'attendant à développer son portefeuille immobilier sur le marché européen. Outre ses activités en Belgique, au Luxembourg et en Pologne, Immobel ajoute désormais



### IMMOBEL



**Cours:** 53,60 euros  
**Ticker:** IMMO BB  
**Code ISIN:** BE0003599108  
**Marché:** Euronext Bruxelles  
**Capit. boursière:** 536 millions EUR  
**C/B 2017:** 48  
**C/B attendu 2018:** 8  
**Perf. cours sur 12 mois:** -5 %  
**Perf. cours depuis le 01/01:** -3 %  
**Rendement du dividende:** 3,7 %

le marché français à son portefeuille. Dans le secteur immobilier, les bénéfices fluctuent fortement car ils dépendent principalement des ventes de projets. L'année 2016 a été une « année record » pour Immobel, avec

### A partir de cette année, les investisseurs pourront de nouveau récolter le fruit des efforts d'Immobel.

un « excellent » bénéfice net de 52,5 millions d'euros, soit 5,25 euros par action. La fusion entre Immobel et Allfin Group, entérinée lors de l'assemblée générale extraordinaire du 29 juin 2016, a toutefois joué un rôle important dans ce bénéfice record, avec de nombreux effets uniques ou purement comptables. Le résultat net « apuré » du groupe après la fusion s'élève à 37,6 millions d'euros. A 11,03 millions d'euros (soit 1,10 euro par action), le résultat net d'Immobel pour 2017 semble donc bien faible.

Au cours de l'exercice 2017, Immobel a réalisé un CA de 222,2 millions d'euros. L'immobilier résidentiel y a contribué à hauteur de 135 millions ou 61 %, l'immobilier de bureaux à hauteur de 65 millions ou 29 % et les lotissements à hauteur de

22,2 millions ou 10 %. La Belgique garde la part du lion, avec 89 % du CA ; les 11 % restants ont été réalisés au Luxembourg. La grande diversité des projets devrait limiter le caractère cyclique de l'activité du groupe. La direction table sur un bénéfice nettement plus élevé à partir de 2018, comme en témoigne la proposition de dividende. Avant le rachat par Marnix Galle, une année moyenne se serait forcément traduite par une nette baisse du dividende. Cette époque est révolue. En dépit de l'année de transition, les actionnaires se verront proposer, lors de l'assemblée générale de mai, un dividende en hausse de 10 %, à 2,20 euros bruts par action. C'est une surprise (bien agréable).

### Conclusion

La poursuite de la diversification, avec l'implantation sur le marché français, souligne encore la nouvelle dynamique insufflée par Marnix Galle (Allfin) à Immobel. L'objectif du groupe demeure une forte rentabilité des projets (10 % de rendement sur les capitaux propres). En augmentant progressivement le dividende, Immobel espère fidéliser les actionnaires. ©

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

Paru sur [initiedelabourse.be](http://initiedelabourse.be) le 11 avril



STATOIL

## Statoil devient Equinor

Le 15 mai prochain, les actionnaires de la compagnie pétrolière et gazière norvégienne seront invités à approuver le changement de nom du groupe en Equinor. Ce nouveau nom est une contraction de «Equi», qui fait référence à la valeur clé de l'entreprise, l'équité, et «nor», pour Norvège, son pays d'origine, où elle concentrera aussi ses activités à l'avenir.

L'entreprise publique Statoil compte bien jouer un rôle dans le changement de cap du secteur de l'énergie attendu au cours des 50 prochaines années : elle allouera d'ici 2030 15 à 20 % de son budget d'investissement annuel (9,4 milliards de dollars en 2017) aux pro-

### La croissance de la production s'accroîtra à 3 - 4 % par an en 2020.

jets d'énergies renouvelables. En octobre 2017, le groupe a mis en service le tout premier parc d'éoliennes flottantes en mer au monde, en Ecosse. Par rapport aux éoliennes offshore classiques, côtières, les flottantes présentent l'avantage de pouvoir être implantées au large, dans des eaux d'une profondeur allant jusqu'à 800 mètres.

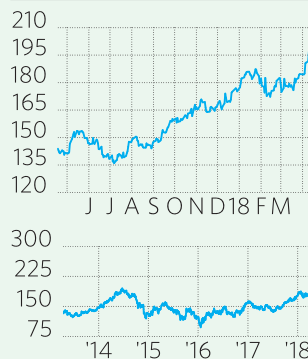
Après plusieurs années difficiles, Statoil profite enfin de la hausse des cours pétroliers. Au 4<sup>e</sup> trimestre, le

groupe a réalisé un bénéfice net apuré de 1,3 milliard de dollars, alors qu'il avait enregistré une perte nette de 40 millions un an plus tôt. La production journalière moyenne s'est accrue de 2 %, à 2,13 millions de barils, en glissement annuel. En base annuelle et à données comparables, la croissance de la production est supérieure aux prévisions : +6 %, à 2,08 millions de barils quotidiens. Le cours moyen du pétrole s'est établi au 4<sup>e</sup> trimestre à 56 dollars le baril ; c'est 28 % de plus qu'en 2016. En base annuelle, la hausse ressort à 30 %, à 49,1 dollars le baril. Le résultat net apuré a en conséquence progressé de - 208 millions de dollars en 2016 à 4,53 milliards en 2017. Les économies de coûts depuis 2014 se montent à 4,5 milliards de dollars, dont 1,3 milliard ont été réalisées l'an dernier. Statoil a limité ses investissements en capital à 9,4 milliards de dollars et a produit un cash-flow disponible (après investissements et versement du dividende) de 3,1 milliards en 2017. Le rapport entre la dette nette (23,9 milliards de dollars) et le fonds de roulement s'établissait à

29 % au 31 décembre. Statoil entend, sur la base d'un cours du pétrole à 70 dollars le baril, générer de 2018 à 2020 un cash-flow disponible cumulé d'au moins 12 milliards et ramener pour fin 2020 son taux d'endettement à 15 %.

La croissance de la production devrait s'élever à 1 ou 2 % seulement cette année

### STATOIL



Cours : 199,6 couronnes norvégiennes

Ticker : STL NO

Code ISIN : NO0010096985

Marché : Oslo

Capit. boursière : 664,7 milliards NOK

C/B 2017 : 15,2

C/B attendu 2018 : 16,7

Perf. cours sur 12 mois : +34 %

Perf. cours depuis le 01/01 : +14 %

Rendement du dividende : 3,6 %



mais s'accroîtra ensuite et atteindre en moyenne un taux de 3 - 4 % par an en 2020. La mise en service du champ Johan Sverdrup, en Norvège, fin 2019 et l'augmentation escomptée de 50 % de la production de pétrole de schiste seront les moteurs de croissance principaux du groupe. Le dividende trimestriel a été relevé de 4,5 %, à

1,80 couronne norvégienne (NOK). Le prochain dividende trimestriel, payable en juin, ne sera plus versé au choix (en actions ou en espèces).

### Conclusion

Compte tenu de la faible croissance attendue de la production, 2018 sera une année de transition pour Statoil. L'action demeure une valeur offrant un dividende intéressant en couronnes norvégiennes. Sa valorisation n'est pas excessive, à 16,7 fois le bénéfice escompté pour 2018. Parmi les majors pétrolières, BP et Total ont cependant notre préférence vu leur profil de croissance et leur valorisation plus attrayants. L'actionnaire peut néanmoins conserver Statoil en raison des bonnes perspectives de croissance à moyen terme. ☉

Conseil : conserver/attendre

Risque : faible

Rating : 2A

Paru sur [initiedelabourse.be](http://initiedelabourse.be) le 13 avril

## APERAM



**Conseil :** conserver/attendre  
**Risque :** moyen  
**Rating :** 2B  
**Cours :** 39,90 euros  
**Ticker :** APAM NA  
**Code ISIN :** LU0569974404

Le groupe sidérurgique membre de l'indice Bel 20 met sur la table 600 millions d'euros, dettes incluses, pour acquérir l'entreprise allemande VDM Metals. Le vendeur est l'investisseur Lindsay

Goldberg, qui avait racheté le groupe à Krupp Stahl en 2015. VDM Metals est spécialisée dans les alliages de cobalt et de nickel. Ses activités ont généré un chiffre d'affaires (CA) de 1,15 milliard d'euros en 2017. Aperam a réalisé un CA de cinq milliards de dollars la même année. L'action s'est inscrite en légère hausse après l'annonce de l'acquisition. Une zone de support raisonnable se situe à 40 euros.

## DEUTSCHE BANK

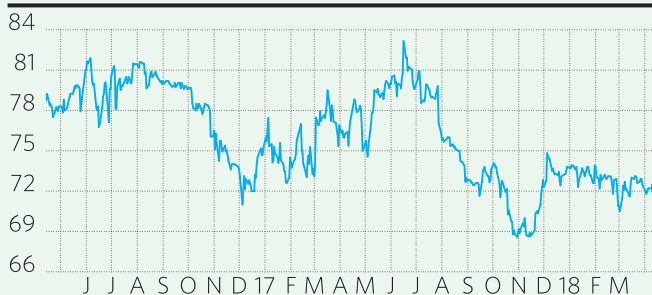


**Conseil :** conserver/attendre  
**Risque :** élevé  
**Rating :** 2C  
**Cours :** 11,68 euros  
**Ticker :** DBK GR  
**Code ISIN :** DE0005140008

Un changement a lieu à la tête de la grande banque allemande : John Cryan, le CEO depuis trois ans, laisse sa place à Christian Sewing. Deutsche Bank n'a jamais fait de bénéfices sous la direction

de John Cryan. Christian Sewing travaille pour Deutsche Bank depuis 1989. Ces dernières années, il dirigeait les activités de *retail banking* et les activités commerciales de la banque. Les investisseurs ont bien réagi à la nouvelle, mais la tendance de l'action reste clairement orientée à la baisse. La dernière zone de support horizontale se trouve à 10 euros.

## RETAIL ESTATES



**Conseil :** conserver/attendre  
**Risque :** faible  
**Rating :** 2A  
**Cours :** 69,10 euros  
**Ticker :** RET BB  
**Code ISIN :** BE0003720340

Déjà cotée sur Euronext Bruxelles, la SIR a intégré Euronext Amsterdam il y a quelques mois. Elle détient aux Pays-Bas huit parcs commerciaux, pour lesquels elle a déboursé 271 millions d'euros. Retail Estates a dévoilé son

plan de croissance. Pour financer celle-ci, le groupe a annoncé une augmentation de capital de 123,3 millions d'euros au maximum par l'émission de 1.897.932 actions nouvelles. Elles seront émises à 65 euros l'unité. La direction aimerait que le pôle néerlandais représente à terme un tiers du portefeuille immobilier. L'action Retail Estates est enfermée dans une tendance baissière.

## VOLKSWAGEN



**Conseil :** conserver/attendre  
**Risque :** moyen  
**Rating :** 2B  
**Cours :** 177,16 euros  
**Ticker :** VOW3 GR  
**Code ISIN :** DE0007664039

Herbert Diess, précédé par sa réputation de « cost killer », succède à Matthias Müller au poste de CEO du plus grand constructeur automobile au monde. Six nouvelles divisions Véhicules seront créées, parallèlement à un pôle spécifique

pour la Chine, désormais le plus grand marché de VW. Le groupe a également publié un rapport intermédiaire pour le mois de mars : VW y a vu ses ventes de véhicules augmenter de 4,9 %, ce qui a porté le total à 1,53 million d'exemplaires au terme du premier trimestre. On note une forte croissance aux Etats-Unis et en Chine. La tendance de l'action VW demeure orientée à la hausse.

options

## Bilan positif pour Ahold Delhaize

L'actuel directeur d'Ahold Delhaize, Dick Boer, quittera l'entreprise le 1<sup>er</sup> juillet. Frans Muller en prendra les commandes. Récemment, le groupe a aussi annoncé qu'il rachèterait pour deux milliards d'euros d'actions propres. C'est une bonne nouvelle de plus pour les actionnaires, qui se voient déjà offrir un dividende dont le rendement, passé à 3,5 %, est très appréciable.

Le groupe évolue favorablement aux Etats-Unis, son marché principal. De même, l'e-commerce est en bonne voie. Autrement dit : le bilan est positif pour Ahold Delhaize. Son concurrent

Kroger se porte très bien également aux Etats-Unis. Cela tend à démontrer que les craintes relatives à l'arrivée d'Amazon/Wholefoods sur le marché de la vente au détail n'étaient pas fondées. Nous espérons donc voir le cours d'Ahold Delhaize grimper. A la mi-novembre, nous avons déjà émis le *put* 15 juin 2018 au prix d'exercice de 18 euros. Nous avons perçu 2,10 euros pour ce *put*. Ce contrat n'ayant pour l'heure presque plus de valeur (0,29 euro), nous optons pour la sécurité : nous le clôturons et empochons le bénéfice brut de 1,81 euro. A présent, essayons de réitérer l'opération.

### Put émis

**Emission put Ahold Delhaize décembre 2018 au prix d'ex. de 21 EUR, à 2,48 EUR**

Pour ce contrat, vous empochez directement 2,48 euros. Tant que le cours de l'action Ahold Delhaize progresse, il ne se passe rien. Quoique. La valeur temps s'extrait de la prime et la valeur intrinsèque diminue en parallèle. Deux fois bingo ! Une correction inattendue du titre vous contraindrait cependant à l'acheter. Vous paieriez alors 21 euros moins la prime perçue de 2,48 euros, soit 18,52 euros par action. C'est quoi qu'il en soit 6 % de moins que le cours actuel.

### Put acheté

**Achat put Ahold Delhaize décembre 2018 au prix d'ex. de 18 EUR, à 0,77 EUR**

Le cours d'Ahold Delhaize peut aussi « implorer ». Rien ne garantit le contraire. C'est pourquoi le *put* émis peut être combiné à un contrat acheté associé à un prix d'exercice inférieur. A partir d'un investissement limité de 0,77 euro par contrat, vous êtes protégé contre un repli net du cours. Vous avez en effet le droit de vendre les titres à 18 euros, qu'importe leur niveau de cours. ☉

dérivés

## Adaptations au sein de l'ETF Global X uranium

Nous vous avons déjà présenté l'ETF Global X uranium. Par le biais de ce *tracker* (*ticker* URA), l'on peut investir de manière diversifiée dans les actions liées à l'uranium. Une diversification cruciale compte tenu du risque élevé que présentent les investissements dans les petits groupes d'exploration d'uranium. Or l'émetteur Global X Funds a décidé de modifier l'indice sous-jacent. Le communiqué de presse ne donne aucune précision quant à ses motivations, mais nous pensons qu'il souhaite s'affranchir des petites participations peu liquides de l'indice. Nombre de petites entreprises du secteur ayant vu leur capitalisation boursière s'effondrer ces der-

nières années, l'ETF risquait de devenir un important actionnaire, un objectif que l'émetteur ne vise pas, évidemment.

### Transition en deux phases

Depuis le 2 avril, l'émetteur adapte les positions du *tracker* : les *small caps* sont vendues et des positions sont prises dans de nouvelles actions. Pour ne pas agiter le marché, le processus s'étalera sur quatre mois. A partir du 1<sup>er</sup> août, c'est en principe l'indice définitif qui sera suivi.

Pour être intégrées à l'indice, les entreprises doivent satisfaire année après année à plusieurs conditions (critères de taille et de liquidité). Pour des entreprises actives exclusivement dans

### TOP 5 DES PARTICIPATIONS DE L'ETF GLOBAL X URANIUM\*

1. Cameco	25,94 %
2. Nexgen Energy	10,86 %
3. Uranium Participation Corp.	7,54 %
4. Energy Fuels	4,97 %
5. CGN Power	4,87 %

\*situation au 9 avril

l'uranium comme Cameco, la pondération maximale est fixée à 20 %. Les groupes d'une capitalisation boursière de 100 millions de dollars ou moins peuvent s'adjuger au total seulement 5 % de l'indice. Par ailleurs, les entreprises affichant un volume d'échange moyen de 25 millions de dollars ou

moins doivent représenter conjointement au maximum 30 % de l'indice.

Sur la base des positions figurant dans l'indice de transition, il est d'ores et déjà possible de savoir quelles actions seront intégrées à l'indice définitif ; il s'agit notamment de Rio Tinto, BHP Billiton, Barrick Gold, Samsung, Hyundai, Daewoo Engineering, Mitsubishi Heavy Industries et Sumitomo Mining. Plusieurs entrées surprennent. Ainsi Rio Tinto possède-t-il des actifs dans l'uranium en Australie, au Canada et en Namibie. BHP Billiton possède la mine Olympic Dam en Australie.

La commission annuelle de gestion n'est pas adaptée ; elle s'élève à 0,69 %. ☉

## Accélération de la croissance de Fagron

Après quelques années très difficiles, la nouvelle direction de Fagron est à nouveau confiante. Elle a publié récemment deux excellentes nouvelles. Le 3 avril, elle annonçait acquérir le groupe américain Humco, qui développe et fournit des produits brevetés innovants (crèmes, sirops, etc.) ainsi que des produits de parapharmacie. Humco les livre à 45.000 officines aux Etats-Unis. Il s'agit de la troisième acquisition de Fagron, et non la moindre, depuis son refinancement en 2016. Le groupe avait en effet racheté deux entreprises de plus petite taille, Kemig (Croatie) et All Chemistry (Brésil), l'an dernier.

Fagron a déboursé quelque 47,5 millions de dollars en liquide pour Humco, un montant qui pourrait être majoré de 22,5 millions de dollars si Fagron atteint ses objectifs ambitieux en matière de cash-flows d'exploitation (EBITDA) au terme de l'exercice courant et du prochain. Humco a réalisé l'an dernier un chiffre d'affaires (CA) d'environ 32 millions de dollars, ce qui correspond à 6 % du CA de Fagron (436,9 millions euros), et une marge d'EBITDA comparable à celle de Fagron en Amérique du Nord (13,7 % en 2017).

Le prix de l'acquisition – qui équivaut à 9,5 fois l'EBITDA – est supérieur à la moyenne historique de 6 à 7 fois, mais est justifié au vu du potentiel de croissance que recèle Humco. Car le groupe américain a non seulement réussi à stabiliser son CA sur un marché domes-

tique pourtant à la peine ces deux dernières années, mais a également renoué avec une croissance à deux chiffres au premier trimestre. Malgré l'achat de Humco au prix fort, le taux d'endettement net de Fagron (2,48 fois le REBITDA, fin 2017) n'excède pas trois fois le REBITDA, conformément à la volonté de la direction.

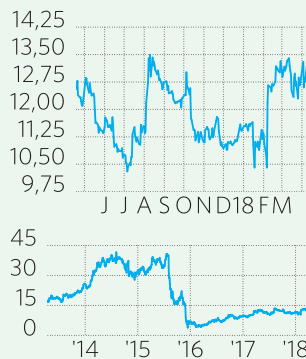
### Bon rapport trimestriel

Le nouveau directeur de Fagron, Rafael Pedilla, a eu le privilège de communiquer des résultats supérieurs aux attentes pour le premier trimestre. Le CA du groupe (compte non tenu de

**Si l'on ne tient pas compte de l'effet défavorable du dollar, les ventes de Fagron ont progressé de 15,3 % au troisième trimestre aux Etats-Unis.**

HL Technology) est certes demeuré stable à 107,3 millions d'euros, mais abstraction faite des effets de change (-7,3 millions d'euros), il s'est accru de 6,8 %. Le marché espérait une croissance de 5,6 %. A cours de change constants, le CA a progressé de 2,1 %, à 63,5 millions d'euros, en Europe, dont 3,7 % procèdent d'une croissance organique (si l'on exclut les

### FAGRON



acquisitions et désinvestissements). L'insuffisance de matières premières à laquelle le groupe a été confronté a encore légèrement pesé sur son résultat, mais une solution structurelle y a été apportée. La nette dépréciation du réal brésilien a coûté à Fagron 4,5 millions d'euros de CA. La contraction du CA s'est toutefois limitée à 5 %, à 23,8 millions d'euros. La croissance organique, effets de change non compris, atteint 7,4 %.

### La meilleure nouvelle

Les marques du groupe se sont montrées particulièrement performantes et leur part dans le CA s'est élevée à 35,7 % (34,2 % au premier trimestre de 2017). La meilleure nouvelle provient des

Etats-Unis. Le CA y est resté à peu près stable (-0,1 %, à 20 millions d'euros), mais si l'on ne tient pas compte de l'effet défavorable du dollar (3,1 millions d'euros), Fagron y a enregistré une croissance de 15,3 %.

A cours de change constants, le CA des activités stériles a progressé de 20,3 %. Le groupe doit cette croissance soutenue à sa nouvelle fabrique ultramoderne de préparations stériles à Wichita. Fin mars, Fagron a décroché la dernière licence importante qui lui manquait (Californie) pour cette usine. Fagron espère que ce site livrera 100 millions de dollars de CA au cours des trois à cinq prochaines années. Quant au CA des activités non stériles (matières premières et concepts), il a progressé de 1,1 % en glissement annuel, c'est inédit. Du reste, Fagron a trouvé un arrangement avec les anciens propriétaires de JCB Laboratories. L'actualité récente de Fagron nous satisfait pleinement, c'est pourquoi nous confirmons notre recommandation : « acheter » (rating 1B). ☉

### L'actualité des sociétés cotées

#### • Valeurs de base/trackers

- **General Electric** : selon le *Wall Street Journal*, la direction de General Electric étudie la faisabilité d'une introduction en Bourse de la filiale GE Transportation, ainsi que d'autres options telle une fusion avec un autre acteur.
- **Lotus Bakeries** : a annoncé la désignation de Michel Moortgat (CEO de Duvel Moortgat depuis 1999) au poste d'administrateur indépendant. Il remplacera Dominique Leroy (CEO de Proximus) au conseil d'administration. Moortgat a acquis une grande expérience du marché américain de la grande consommation.

## PORTEFEUILLE

### Agriculture (11,25%)

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	Histoire
Anglo Eastern Plantations	GB0000365774	410,00	600	PNC	732,00	€ 5.083,33	3,65	1A	49/17
Mosaic Company	US61945C1036	23,89	175	USD	24,84	€ 3.529,27	2,54	1B	10/18
Sipef	BE0003898187	46,00	60	EUR	60,80	€ 3.691,80	2,65	1B	08/18
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	100	EUR	33,50	€ 3.350,00	2,41	1B	12/18

### Energie (14,66%)

7C Solarparken	DE000A11QW68	2,42	1.250	EUR	2,42	€ 3.025,00	2,17	1B	11/18
Cameco	CA13321L1085	10,42	400	USD	9,94	€ 3.228,06	2,32	1C	08/18
Euronav	BE0003816338	6,88	450	EUR	6,96	€ 3.134,25	2,25	1B	06/18
Schlumberger	AN8068571086	62,59	60	USD	67,95	€ 3.310,06	2,38	1A	04/18
TechnipFMC	GB00BDSFG982	22,55	150	EUR	26,30	€ 3.945,00	2,83	1B	11/18
Transocean Inc	CH0048265513	11,62	400	USD	11,59	€ 3.763,90	2,70	1C	12/18

### Or et métaux (25,41%)

Franco-Nevada	CA3518581051	47,31	60	USD	71,04	€ 3.472,43	2,49	1B	13/18
iShares Silver Trust	US46428Q1094	16,25	450	USD	15,68	€ 5.728,67	4,12	1B	11/18
Nyrstar	BE0974294267	6,94	625	EUR	5,86	€ 3.659,38	2,63	1C	09/18
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,14	750	USD	4,77	€ 2.904,52	2,09	1B	10/18
Spdr Gold Shares	US78463V1070	118,21	100	USD	127,45	€ 10.347,49	7,43	1B	09/18
VanEck Vectors Gold Miners Etf	US92189F1066	13,69	500	USD	22,89	€ 9.265,40	6,66	1B	09/18

### Valeurs de base/trackers (16,52%)

AB InBev	BE0974293251	86,80	40	EUR	85,24	€ 3.409,60	2,45	1A	10/18
Banco Santander	ES0113900J37	5,55	600	EUR	5,37	€ 3.221,40	2,31	1B	05/18
Bolloré	FR0000039299	3,06	1.000	EUR	4,47	€ 4.488,50	3,22	2B	14/18
General Electric	US3696041033	15,49	300	USD	13,49	€ 3.285,70	2,36	1B	05/18
iShares MSCI Japan	IE00B42Z5J44	37,39	125	EUR	49,57	€ 6.196,25	4,45	1A	06/18
Lotus Bakeries	BE0003604155	2.270,00	1	EUR	2.390,00	€ 2.390,00	1,72	1A	08/18

### Vieillesse (29,59%)

Ablynx	BE0003877942	12,52	100	EUR	44,50	€ 4.450,00	3,20	3C	06/18
Argen-X	NLO010832176	13,25	150	EUR	67,50	€ 10.125,00	7,27	1C	08/18
Biocartis	BE0974281132	13,14	300	EUR	12,60	€ 3.780,00	2,72	1B	11/18
Bone Therapeutics	BE0974280126	16,44	275	EUR	9,55	€ 2.626,25	1,89	1C	14/18
Fagron	BE0003874915	12,85	300	EUR	13,64	€ 4.203,00	3,02	1B	16/18
Fresenius SE	DE0005785604	61,82	60	EUR	64,06	€ 3.843,60	2,76	1A	12/18
MdxHealth	BE0003844611	4,74	650	EUR	3,63	€ 2.362,75	1,70	1C	13/18
Mithra Pharmaceuticals	BE0974283153	8,84	300	EUR	23,85	€ 7.155,00	5,14	1C	11/18
Thrombogenics	BE0003846632	3,84	600	EUR	4,44	€ 2.649,05	1,90	1C	15/18

1 acheter 2 conserver 3 vendre A risque faible B risque moyen C risque élevé

### Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
137.076,98	99,1	1.341,69	0,9%	138.418,67	100,0

### Comparaison des performances

	Depuis le 01/01/2018		Depuis le 01/01/2018	
Initié de la Bourse	+9,9 %	Indice Eurostoxx50	-1,6 %	
Indice Bel 20	-2,2 %	Indice MSCI World	-2,5 %	

### Ordres

Achat : -

Vente: nous acceptons l'offre de Sanofi à **45 euros** par action **Ablynx** ; nous vendons les 100 titres Ablynx qu'il nous reste (versement le 18/5)

#### ■ Energie

- **7C Solarparken** : a accru de neuf mégawatts (MW) sa capacité, à 132 MW, en acquérant un portefeuille dans les Länder de Saxe-Anhalt et de Brandebourg.

#### ■ Vieillesse de la population

- **Ablynx** : l'offre de Sanofi à 45 euros par action court jusqu'au 4 mai. Ceux qui l'acceptent recevront le montant sur leur compte le 18 mai.

- **Argen-x** : a désigné Keith Woods comme *chief operating officer* (COO). Sa mission : aider à préparer la commercialisation de la molécule la plus prometteuse de la société, ARGX-113 (efgartigimod).

Le démarrage de l'étude de phase III y consacrée contre la myasthénie, une maladie musculaire, est toujours prévu cette année. En outre, Argen-x a reçu un troisième paiement d'étape de LEO Pharma pour la dernière phase préclinique concernant ARGX-112, une molécule destinée au développement de produits contre l'inflammation de la peau.

- **Mithra Pharmaceuticals** : a signé un contrat avec le groupe canadien Searchlight Pharma pour la commercialisation d'Estelle (pilule contraceptive) sur le marché canadien. L'accord peut générer jusqu'à 15 millions d'euros de revenus.

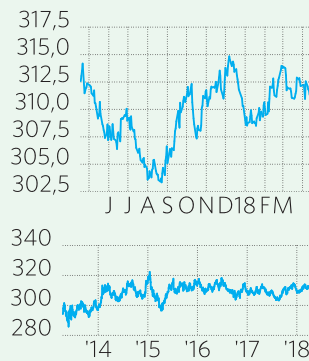
## Un petit tour en Europe centrale

Sans réelle surprise, l'actuel Premier ministre Viktor Orbán a remporté haut la main les élections parlementaires hongroises. Le taux de participation au scrutin a été particulièrement élevé. Après l'Autriche et l'Italie, la droite remporte donc une nouvelle victoire convaincante en Hongrie. Viktor Orbán peut à présent entamer son troisième mandat successif. Son parti, Fidesz, conserve une majorité des deux tiers au Parlement hongrois.

### Un forint hongrois volatil

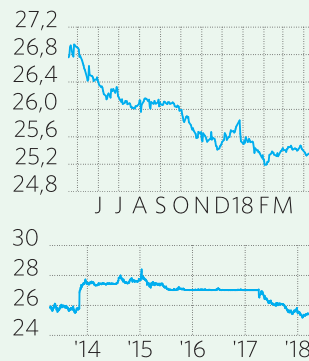
Depuis l'automne 2016, la Hongrie bénéficie d'une note *investment grade* (BBB-) auprès des trois agences de notation. Les dettes publiques diminuent et à peine 30 % d'entre elles sont libellées en monnaie étrangère. Les réformes structurelles portent déjà leurs fruits, et la croissance économique fluctuera entre 2 et 2,5 % au cours des an-

#### EURHUF



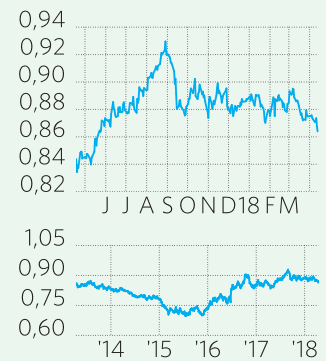
nées à venir. La balance courante est en excédent et le chômage recule (3,8 % en novembre 2017). Ce sont autant de signes positifs. L'Europe désapprouve formellement la politique que mène Orbán, mais le nationaliste n'en a cure. Son récent score aux élections semble augurer d'une période de grande stabilité dans le pays. Un relèvement de la note de la Hongrie semble peu probable. Le pays compte toujours parmi les marchés émergents. Son économie

#### EURCZK



dépendant énormément des exportations, elle est très sensible aux chocs externes. La banque centrale hongroise n'a guère la possibilité de relever le taux pour soutenir le forint (HUF). Cependant, si la monnaie est volatile, ses fluctuations s'opèrent généralement au sein d'une plage étroite de 305 à 315 HUF pour un euro. Le potentiel de hausse est manifestement réduit, mais le risque d'une dépréciation significative du forint le semble également. Nous

#### EURGBP



préférons adopter une position attentiste.

### Une couronne tchèque onéreuse

Le Premier ministre hongrois Viktor Orbán est pour ainsi dire le chef de file d'un petit groupe de pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est qui s'opposent à l'immigration musulmane. Il a trouvé un frère d'armes en la personne du président tchèque, Miloš Zeman. Comme la Hongrie, la Tchéquie est une petite

### LA SÉLECTION D'OBLIGATIONS DE L'INITIÉ

Devise	Emetteur	Coupon	Echéance	Cours	Rendement	Coupure	Rating
EUR	Sanofi SA	1,875%	21/03/38	100,6	1,84%	100.000	AA
EUR	Tereos Finance *	4,125%	16/06/23	99,39	4,26%	100.000	BB
EUR	Nordex SE	6,5%	01/02/23	94,19	7,98%	100.000	NR
EUR	Hellenic Republic	3,375%	15/02/25	98,47	3,63%	1.000	B
CHF	Gazprom	1,45%	06/03/23	100,1	1,43%	5.000	NR
USD	United States Steel	6,25%	15/03/26	99,5	6,33%	1.000	B
USD	Alphabet Inc.	1,998%	15/08/26	90,76	3,27%	2.000	AA+
USD	FMG Resources	5,125%	15/03/23	99,5	5,24%	2.000	BB+
GBP	Petroleos Mexicanos	3,75%	16/11/25	99,12	3,88%	100.000	BBB+
NOK	Deutsche Bank	2,50 %	20/09/22	101,84	2,05%	10.000	BBB
SEK	BEI	1,75%	12/11/26	105,83	1,03%	10.000	AAA
CAD	Land. Rentenbank	2,25%	23/07/21	99,65	2,35%	1.000	AAA
AUD	Apple Inc.	3,35%	10/01/24	101,36	3,09%	10.000	AA+
NZD	Rabobank	3,625%	08/06/22	101,78	3,16%	2000	A+
ZAR	KFW	7,500%	10/11/22	100,02	7,49%	5.000	AAA
TRY	BIRD	8,25%	04/03/22	84,74	13,53%	1.000	NR
PLN	BEI	2,75%	25/08/26	98,74	2,91%	1.000	AA

## COURS DE CHANGE

Cours de change	Niveau	Perf. sur 1 an
EUR/USD	1,2355	+17,00%
EUR/GBP	0,8720	+1,98%
EUR/NOK	9,6054	+4,79%
EUR/SEK	10,300	+7,24%
EUR/CAD	1,5574	+9,72%
EUR/AUD	1,5943	+12,94%
EUR/NZD	1,6801	+10,22%
EUR/ZAR	14,804	+1,67%
EUR/TRY	5,1053	+29,42%

économie très orientée sur les exportations. Trois quarts de celles-ci sont destinés à la zone euro. La Tchéquie est très dépendante de l'industrie automobile.

## Un investissement dans des obligations en couronnes tchèques se justifie à titre de diversification.

L'an dernier, l'économie tchèque a enregistré une croissance de 4 %. Elle devrait être légèrement inférieure cette année. Mais la demande intérieure est soutenue et la politique fiscale tolérante encourage les investissements. La Tchéquie combine une économie ouverte et prospère, et ses finances publiques sont saines. La dette publique atteint à peine 40 % du produit intérieur brut (PIB). Le taux de chômage y est faible (4 %) ; la population peut dépenser et consommer. Après que la banque centrale

tchèque a communiqué son objectif de cours début avril de l'an dernier (27 couronnes (CZK) pour un euro), la monnaie tchèque s'est immédiatement appréciée. Aujourd'hui, un euro vaut encore 25,3 CZK, ce qui représente une appréciation d'un peu moins de 10 % pour la couronne. La banque centrale ne devrait cependant plus intervenir pour affaiblir la monnaie, au risque de réveiller l'inflation. Une inflation d'environ 2,5 % est attendue d'ici la mi-2018. Les taux pourraient encore être relevés à plusieurs reprises cette année. Le différentiel de taux entre les obligations tchèques et celles en euro a atteint 0,5 %. Un investissement en obligations tchèques se justifie à titre de diversification. Attention cependant si l'idée vous séduit : les obligations tchèques sont souvent assorties d'un coupon élevé, mais elles se négocient nettement au-dessus du pair sur le marché secondaire (à 100 %).

## Trop tôt pour le leu roumain

La Roumanie se trouve au sud de la Hongrie. Sous le régime soviétique, le pays bénéficiait encore d'une politique étrangère relativement indépendante. La Roumanie a adhéré à l'Union européenne en 2007, mais le pays a conservé sa propre monnaie, le leu (RON). Un euro correspond à 4,65 RON. Bien que la Roumanie soit l'une des économies de l'Union enregistrant la plus forte croissance, c'est aussi un pays où le seuil de pauvreté est parmi les plus faibles au sein de l'UE.

La stabilité de la Roumanie est mise en péril par une lé-

## VOICI QUELQUES SUGGESTIONS :

Code ISIN	Echéance	Coupon	Rendement
CZ0001001796	4-12-2036	4,2000%	2,4216%
CZ0001002547	25-5-2024	5,7000%	1,1803%
CZ0001001317	12-9-2020	3,7500%	0,8228%
CZ0001002471	11-4-2019	5,0000%	0,5169%
CZ0001000822	18-8-2018	4,6000%	0,7139%

gislation imprévisible, affirment les experts. « La politique budgétaire expansionniste qui y est menée dans un environnement de forte croissance constitue un motif d'inquiétude », peut-on lire dans le rapport de la Commission européenne consacré

au pays. Manifestement, la croissance économique de la Roumanie tient surtout aux chiffres que souhaite voir publier le Parlement. Nous pensons qu'il est encore un peu trop tôt pour investir dans les obligations en leu roumain (RON). ☉

## EN VEDETTE

### De bons plans dans l'industrie sucrière

Le site belge de **Tereos** veut construire un séchoir à gluten et des évaporateurs d'effluents d'une hauteur maximale de 34,05 mètres dans le centre d'Alost. Les Alostois y sont opposés, mais le producteur européen de sucre est puissant et l'administration communale a émis un avis positif. Tereos est pourtant en mauvaise posture. L'entreprise prévoit un résultat négatif pour sa division Sucre cette année. Selon son concurrent Suedzucker, la surproduction actuelle de sucre pèse sur les prix et donc sur la rentabilité des producteurs. Les acteurs du secteur ne goûteront pas la douce saveur des mégabénéfices avant un temps. Tereos est présent sur le marché obligataire avec une obligation qui porte un coupon de 4,125 %. Elle arrive à échéance le 16 juin 2023. Au début de cette année, elle se négociait encore à 106 %. Le sentiment négatif qu'éprouve le marché ces derniers mois a ramené le cours à 99,4 % de la valeur nominale. Cela porte le rendement à un niveau intéressant de 4,26 % pour ce débiteur BB.

**Suedzucker** est une entreprise que nous suivons activement. L'entreprise sucrière propose une obligation perpétuelle dont le taux est variable. Le coupon actuel s'établit à 2,819 % et selon le cours le plus récent, l'obligation se traite à 98,14 % de sa valeur nominale. Le coupon est calculé à la fin de chaque trimestre sur la base du taux Euribor à trois mois, majoré de 3,10 %. L'obligation est notée BB-, à savoir relativement spéculative, par Standard & Poor's.

**Cosan** est l'une des plus grandes entreprises brésiliennes. Elle produit du sucre et de l'éthanol, et distribue du gaz naturel. Cette entreprise propose une obligation perpétuelle qui porte un coupon de 8,25 %. Actuellement disponible à 101,5 %, elle procure un rendement de 8,12 %. Cosan peut rembourser l'obligation à 100 % à chaque versement du coupon.

## Etex se destine à l'investisseur de long terme

**Faut-il continuer à considérer Etex comme un joyau oublié de la Bourse de Bruxelles ?**

Etex est un cas à part. Car même si la capitalisation boursière du groupe atteint 1,1 milliard d'euros, l'action ne figure pas dans la liste des cotations « classiques » d'Euronext Bruxelles : pour négocier des titres Etex Group, il faut se rendre aux « enchères publiques », rebaptisées « Euronext Expert Market ». En principe, les transactions n'ont lieu que le mardi, à 11 h 30.

Etex est un groupe industriel belge spécialisé dans la production et la vente de matériaux de construction. Il fut fondé en 1905 par Alphonse Emsens sous le nom d'Eternit – lequel fut, avec l'internationalisation amorcée au début des années 1990, abandonné au profit d'Etex. Il est aujourd'hui un acteur d'envergure internationale à l'ancre mondiale : 42 pays, 120 sites de production et quelque 14.500 salariés, pour un chiffre d'affaires (CA) de 2,8 milliards d'euros. L'activité s'articule autour de quatre segments : revêtements de façade en fibres-ciment (Etex Façade), panneaux de construction en fibres-ciment et plâtre (Etex Building Performance), revêtements de toiture (Etex Roofing) et protection passive contre



l'incendie et isolation haute performance (Etex Industry). Le groupe achève l'exercice 2017 sur un CA de 2,79 milliards d'euros. C'est certes 3,1 % de moins que les 2,88 milliards d'euros engrangés en 2016, mais c'est cette année-là précisément qu'Etex avait cédé ses activités de carrelages céramiques en Amérique Latine. A périmètre comparable, la croissance du CA est de 4,5 %. Le cash-flow opérationnel récurrent (hors éléments exceptionnels – Rebitda) a progressé de 0,6 %, à 420 millions d'euros (à périmètre comparable : +7,8 %), soit une hausse de 14,5 à 15 % de la marge de Rebitda. Le bénéfice opérationnel récurrent (Rebit) s'est accru de 3,6 %, à 266 millions d'euros (sur une base comparable : +12,9 %), ou une augmentation de 8,9 à 9,5 % de la marge Rebit. Le bénéfice net,

part du groupe, a quant à lui bondi de 127 à 148 millions d'euros (+16,5 %). Malgré l'acquisition fin 2017 de l'espagnol Pladur, spécialisé dans les produits plâtre, la dette financière nette est restée à peu près stable, à 633 millions d'euros, ou 1,5 fois le Rebitda. La direction table pour cette année sur une croissance du CA, du Rebitda et du bénéfice. A 2,6 fois le Rebitda pour 2017, contre 0,4 fois le CA et 1,1 fois la valeur comptable, la valorisation d'Etex Group est toujours très intéressante. Si la cotation était « normale », le cours serait tout autre. Compte tenu de la limitation des échanges, l'action s'adresse à l'investisseur de long terme. Le titre est digne d'achat (rating 1A). Constituez votre position progressivement tout en utilisant impérativement des limites, car l'action est très peu liquide. ☺

### Une question d'investissement ?

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

### AGENDA

#### JEUDI 19 AVRIL

Novartis : résultats Q1  
Sipéf : *trading update* Q1  
Wereldhave Belgium : résultats Q1

#### VENDREDI 20 AVRIL

General Electric : résultats Q1  
Melexis : résultats Q1  
Orange Belgium : résultats Q1  
Schlumberger : résultats Q1

#### LUNDI 23 AVRIL

7C Solarparken : résultats annuels 2017  
Binck Bank : *trading update* Q1  
Philips : résultats Q1

#### MARDI 24 AVRIL

Akzo Nobel : résultats Q1  
Banco Santander : résultats Q1  
MDxHealth : *trading update* Q1

#### MERCREDI 25 AVRIL

Anglo-Eastern Plantations : résultats annuels 2017  
Bone Therapeutics : résultats annuels 2017  
Euronav : résultats Q1  
Galapagos : résultats Q1

### INDEX DES ACTIONS

Ahold Delhaize	4,11
Aperam	10
Archer Daniels Midland	5
BHP Billiton	6
Deutsche Bank	10
Etex	16
Fagron	12
Hugo Boss	7
Immobil	8
Retail Estates	10
Statoil	9
Volkswagen	10

#### Chattez avec nous

ce jeudi 19/4 de 12 à 13 heures sur  
<http://initiedelabourse.be/chat>

### Déjà paru sur le site [initiedelabourse.be](http://www.initiedelabourse.be)

**Judi 12/4** : Ahold Delhaize, BHP Billiton, Listes des actions suivies par la rédaction

**Vendredi 13/4** : Archer Daniels Midland, Statoil

**Lundi 16/4** : Avant-propos (marchés émergents), La bulle technologique se dégonfle, Options sur Ahold Delhaize

**Mardi 17/4** Dérivés : l'uranium, Fagron, Question sur Etex

**Mercredi 18/4** : Fountain, LVMH, PDF de l'édition n° 16