



## SOMMAIRE

<b>Analyse</b>	<b>82-83</b>
Trois entreprises américaines généreuses en dividendes	
<b>Actions</b>	<b>84-88</b>
Barco Ontex Sequana Medical, ING Vestas Wind Systems Meta, Vodafone	
<b>Question d'investissement</b>	<b>89</b>
Thermo Fisher	
<b>Analyse technique</b>	<b>90</b>
AEX Alfen DSM-Firmenich BAE Systems	
<b>Autres investissements</b>	<b>91</b>
Options sur Freeport McMoran Dérivés : ETF axés sur la Chine	
<b>Obligations</b>	<b>92-93</b>
Les titres indexés sur l'inflation	
<b>Portefeuille</b>	<b>94-95</b>
Cameco	
<b>Le tuyau de la semaine</b>	<b>96</b>
Nedap	

A PARAÎTRE PROCHAINEMENT SUR  
[WWW.TRENDS-TENDANCES.BE/  
BOURSE](http://WWW.TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE)

- Albemarle
- Fagron
- KBC
- SIPEF
- Unilever

### 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.



### AVANT-PROPOS

## Les métaux précieux prêts à grimper

Nonante-six mois (8 ans) se sont écoulés depuis que les actions des mines d'or et d'argent ont atteint leur dernier plancher (à 12,40 dollars, le 19 janvier 2016, pour le GDX, le VanEck Vectors Goldminers, par exemple). Depuis, les métaux ont entamé un long mouvement haussier (progression longue, sans qu'aucun nouveau plancher ne soit atteint pendant des décennies, ce qui n'a rien à voir avec une tendance haussière continue occasionnellement assortie de nouveaux sommets). Sur ce plan, les matières premières, et en particulier les métaux précieux, diffèrent totalement des indices boursiers : beaucoup plus irrégulière, leur ascension donne parfois l'impression de ne pas en être une. Pourtant, la première vague de hausse a duré jusqu'à l'été 2020 (sommet :

le 5 août). Le GDX a alors frôlé les 46 dollars, soit une envolée de 369 % en 4,5 ans. A l'époque, c'était l'euphorie. Or croire que "the only way is up" est très dangereux dans la sphère de l'investissement. Et ça n'a, en effet, pas raté : les deux années de déclin qui ont suivi ont transformé le sentiment en désespoir, d'autant qu'en plus d'être longue, la descente a été profonde. Le plancher, à 22 dollars approximativement, a été atteint il y a environ un an. Mais la deuxième vague de hausse, discrètement entamée depuis, a porté le GDX à plus de 36 dollars le 5 mai ; l'ETF oscille aujourd'hui entre 25 et 26 dollars, ce qui devrait être *grosso modo* son plancher.

### Remontée en vue

Un feu d'artifice s'annonce – ce n'est pas parce que le *trac-*ker a perdu plus de 20 %

depuis son sommet intermédiaire que le long mouvement haussier est brisé. Pour autant que le seuil (22 dollars) atteint l'an dernier ne soit pas crevé, nous pourrions assister à une flambée ces deux prochaines années, avec pour objectif initial les 46 dollars actés en 2020. Quoi qu'on en dise, le marché haussier à long terme des métaux précieux est toujours bien vivant et pourrait réserver de très jolies surprises – la géopolitique internationale, l'inflation, la volonté de certains régimes autoritaires de ne plus accepter le dollar comme monnaie de référence, la pandémie de dettes (qui n'était pas un problème aussi longtemps que les taux

**Hausse des cours des métaux précieux et baisse des taux longs vont aller de pair.**

étaient bas...) pourraient en effet contribuer à alimenter l'ascension pour le reste de la décennie.

A court terme, c'est le recul des taux longs qui devra jouer le rôle de catalyseur. Les taux ont été, soulignons-le, le facteur qui a empêché les métaux précieux de progresser ces derniers mois. Les indicateurs sous-jacents le montrent : l'or et l'argent ont enfin atteint leur étiage et sont prêts à grimper en flèche durant un an ou deux. Cette remontée devrait intervenir dès que les taux longs seront arrivés à un sommet intermédiaire. **📌**

## Trois entreprises américaines généreuses en dividendes

Partout dans le monde, les dividendes battent des records. Tout porte à croire qu'ils vont progresser cette année également, du moins aux Etats-Unis, a annoncé le 3 janvier le compilateur d'indices S&P Global Indices dans un rapport. Reste qu'après des années 2022 et, dans une moindre mesure, 2023, marquées par des dividendes élevés, les entreprises, tout particulièrement aux Etats-Unis et en Europe, semblent vouloir lever le pied. Selon S&P Dow Jones Indices, les dividendes payés outre-Atlantique ont progressé de 61 milliards de dollars entre 2022 et 2023, contre 82,5 milliards encore l'année précédente.

### Prudentes

Bien plus de réductions (386) ont été annoncées, pour une baisse totale (28,6 milliards de dollars) plus de deux fois plus élevée, en 2023 qu'en

2022. Au quatrième trimestre de 2023, les augmentations ont été nettement moins nombreuses, ce qui témoigne de la prudence des entreprises américaines, qui craignent probablement des conditions économiques incertaines, le temps qu'il reste à attendre avant que les taux ne commencent à refluer et le résultat possible de l'élection présidentielle. Ce qui n'empêche pas S&P Global de miser sur une croissance de 4,5 % à 5 % des dividendes du S&P 500 en 2024 (5,1 % en 2023). Ce sont sans doute les Aristocrates des dividendes, ces entreprises qui augmentent leur distribution chaque année depuis 25 ans au moins, qui illustrent le mieux le phénomène : 2023 fut un des pires exercices de leur histoire, puisque plus de 20 d'entre eux ont accru leur dividende de 0 % à 2,5 % tout au plus. Le nombre d'actions dont le dividende a affiché une crois-

sance d'au moins 10 % est en net recul, et les premières hausses de 2024 sont décevantes. Air Products (APD) et S&P Global (SPGI, le compilateur de l'indice Aristocrates) ont augmenté leur dividende de 1,1 % seulement, soit bien moins que précédemment.

### Les dividendes vont progresser cette année également, mais dans une mesure moindre.

### Forte croissance

Le présent article est donc consacré aux entreprises qui se montrent de plus en plus généreuses, y compris en 2024. Tout comme l'an dernier, il s'agit principalement de titres qui se sont extrêmement bien comportés en Bourse, à la valorisation élevée et au rendement en dividende relativement faible. Ce qui n'a rien d'inquiétant : une action dont le dividende augmente chaque année d'au moins 10 % peut bien afficher un rendement inférieur à 1 % puisqu'elle dégagera quoi qu'il en soit souvent un rendement beaucoup plus élevé qu'une action à fort rendement en dividende mais dont la distribution n'augmente pas, ou que peu. Nous citerons à titre d'exemple Cintas, qui semble toujours beaucoup trop chère et dont le rendement en dividende est faible, mais dont le cours progresse chaque année et dont le dividende enflé systématiquement. Nous avons sélectionné, l'an dernier, trois titres dont le dividende affichait un impressionnant historique

(au moins 10 années consécutives de hausse, assorties d'une vigoureuse croissance du dividende ces dernières années). Il s'agissait du géant de la médecine vétérinaire Zoetis, du fabricant d'uniformes professionnels Cintas et de Nexstar Media Group, dont les 200 chaînes de télé-

vision locales et les applications et sites web liés s'inventent dans près de 70 % des foyers américains. Un an plus tard, le trio totalise un rendement de plus de 16 % en moyenne. La palme revient à Cintas (+40 %), dont le cours a bondi de près de 200 dollars, pour atteindre un nouveau record historique à 600 dollars. Zoetis (+17 %) s'est également bien comportée et seule Nexstar Media, conseillée alors que son cours flirtait avec le niveau le plus élevé de son histoire, a légèrement reculé (-8 %). En ce qui concerne les dividendes, chacune des trois entreprises a fait exactement ce que nous avons prévu : Cintas a augmenté le sien de 17 %, Zoetis, de 15 % et Nexstar, de 25 %. Voici à présent nos lauréats de 2024.

### 1 Badger Meter

Badger Meter se démarque depuis quelques années par son dividende à la croissance toujours plus rapide, ce qui, après 32 hausses consécutives, rend l'action unique. L'entreprise fournit des capteurs, des compteurs et des

## Entrée sans surprise

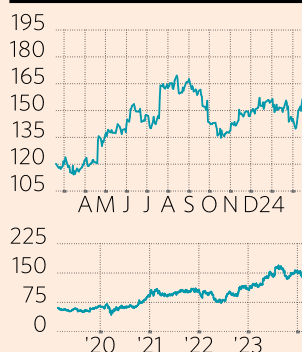
C'est à la fin du mois de janvier que S&P Dow Jones Indices procède au "rééquilibrage" de l'indice des valeurs du S&P 500 dont le dividende progresse depuis 25 ans au moins. Nombre de ces Aristocrates figurent de longue date dans le portefeuille modèle de *Beleggers Belangen* – songeons à Abbott

Laboratories, A.O. Smith, Roper Technologies, Ecolab, PepsiCo, Becton Dickinson, PPG Industries et autres Johnson & Johnson. Après le retrait de VF Corp, au début de 2023, les Aristocrates n'étaient plus que 66. Walgreens, qui a revu son dividende à la baisse, a quitté le groupe, pour y être remplacé par

Fastenal à compter du 1<sup>er</sup> février. Fastenal a relevé son dividende (+11,4 %) au début de cette année pour la 25<sup>e</sup> fois d'affilée. Nous avons recommandé le groupe dès la fin de 2020. Le titre (*ticker* FAST) a atteint son plus haut niveau historique, à plus de 70 dollars, fin janvier.

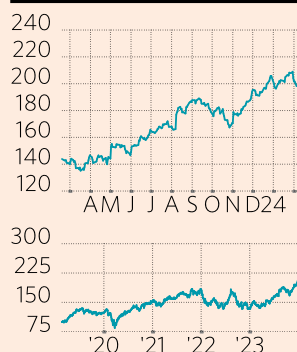
logiciels d'enregistrement et de gestion de l'eau, de gaz et d'autres liquides destinés à des services d'utilité publique et à une clientèle industrielle, entre autres. Active sur un marché qui présente d'excellentes perspectives de croissance, elle a clos 2023 sur un chiffre d'affaires (CA) en hausse de 24,4 %, à 703 millions de dollars. Son CA a progressé de 13 % en moyenne ces cinq dernières années, grâce à la croissance rapide de ses applications logicielles, qui constituent désormais la majeure partie du marché de "l'eau intelligente". Son ratio cours/bénéfice (C/B), de 41 pour 2024, semble élevé, mais Badger revendique une

### BADGER METER



croissance rapide et un bilan exempt de dettes. Son dividende a bondi de 20 % en 2023, la plus forte hausse des 15 dernières années. Son action n'est sans doute pas près d'atterrir.

### BROADRIDGE FIN



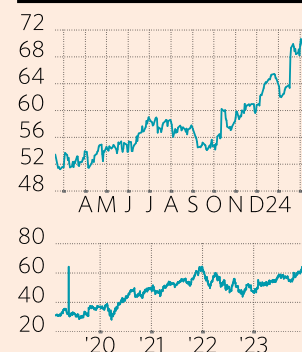
## 2 Broadridge Financial

Ancienne branche des services informatiques de l'entreprise de traitement des salaires et Aristocrate des dividendes ADP, la fintech Broadridge Financial s'occupe de la communication avec les actionnaires de sociétés et de fonds d'investissement cotés et propose aux entreprises de services financiers des solutions technologiques avancées. Sa principale caractéristique est la croissance annuelle de son CA récurrent, qui a représenté en 2023 65,8 % de ses ventes totales, d'un montant de plus de 6 milliards de dollars. Nous misons sur une progression de 5-8 % par an du CA de Broadridge, qui se négocie actuellement à un ratio C/B de 27, pour un dividende de 1,5 %. Un dividende qui augmente de 10 % au bas mot depuis 17 ans.

## 3 Fastenal

Fastenal, qui continue de s'échanger à proximité de son cours le plus élevé, reste un excellent investissement pour le long terme – au même titre, du reste, que de nombreuses autres actions à dividende élevé. Ce distribu-

### FASTENAL



teur international d'éléments de fixation (vis, boulons, écrous), d'outils et d'autres matériaux de construction industriels écoule ses produits dans 25 pays par l'intermédiaire de milliers de succursales propres, que soutiennent 15 centres de distribution. Les fixations représentent encore un tiers de son CA et les produits de sécurité (plus de 20 % du CA, qui a dépassé 7,3 milliards de dollars en 2023) ont signé une croissance particulièrement vigoureuse ces dernières années. Le CA de Fastenal devrait désormais s'étoffer de 5-9 % par an. Avec un bilan pratiquement dépourvu de dettes, Fastenal est en mesure de continuer à augmenter son dividende, qui s'apprécie du reste de plus de 10 % l'an depuis sept ans. Un dividende spécial de 0,38 dollar a en outre été versé en décembre. A un ratio C/B de 32, la valorisation est élevée, mais c'est le cas de presque tous les titres de premier plan en ce moment. ❶



## Au ralenti

Si ASML continue d'enchaîner les records, la croissance de son dividende a ralenti de 5,2 % en 2023 ; le dividende est dès lors retombé au seuil atteint en 2010, année de son tout premier relèvement (de 100 %), à partir de quoi il a fait des sauts de 35 % par an

en moyenne jusqu'en 2022. Bien entendu, cette croissance molle ne pose pas de problème tant que l'action continue de grimper. D'autres géants, tant en Europe qu'aux États-Unis, ont eux aussi revu leur politique à mesure que leur titre continuait de s'appré-

cier. Sur le Vieux Continent, c'est le cas de LVMH, qui croît par ailleurs toujours très rapidement. Apple, qui verse 15 milliards de dollars par an, a augmenté pour la dernière fois son dividende de deux chiffres en 2018 (+4,3 %, au titre de 2023).

BARCO

## A dépassé ses (prudentes) prévisions

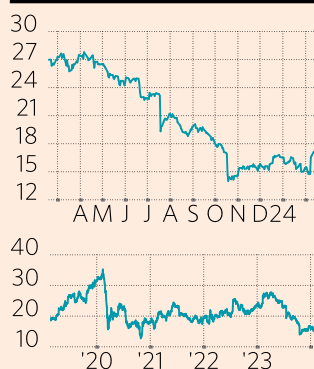
L'avertissement sur bénéfices d'octobre a fait perdre au titre 28 % en 2023. La croissance de 10 % à 15 % du chiffre d'affaires (CA) initialement prévue a été ramenée à 7-9 % en milieu d'année et, à l'issue du troisième trimestre, il est apparu qu'aucune croissance n'était plus à attendre, ce que sont venus confirmer les résultats annuels. Le CA a atteint 1,05 milliard d'euros, contre 1,04 milliard escompté (-1 % par rapport à 2022, mais +1 % à cours de change constants). Le CA européen a progressé de 4 % pendant qu'en Amérique du Nord, le recul était de 4 %. La Chine, dont la vigueur de la reprise avait été surestimée, a cédé du terrain mais les autres pays d'Asie se sont bien comportés ; reste que compte tenu de la taille du marché chinois, le CA asiatique a plongé de 4 %.

**Contrôle des coûts, restructurations et simplification de la structure ont soutenu la rentabilité.**

Un meilleur contrôle des coûts, les restructurations et la simplification de la structure ont été favorables à la rentabilité. L'amélioration de la gamme de produits a permis à la marge brute de passer de 39 % en 2022 à 41,8 % l'an dernier. Le bénéfice d'exploitation (Ebitda) a bondi de 12,6 %, à 142,5 millions d'euros, soit 2 millions de plus

que prévu. La marge d'Ebitda a atteint 13,6 % (12,5 % au premier semestre, 14,6 % au second), contre 12 % en 2022. Le bénéfice net s'établit à 80,2 millions d'euros, soit 0,88 euro par action (+6,6 % sur un an). Les 10,8 millions d'euros de frais de restructuration s'expliquent par les indemnités de licenciement et les dépréciations de stocks. Le carnet de commandes valait fin décembre 494,8 millions d'euros. Avec un CA et des commandes en hausse de 15 % et de 10 %, Entertainment a été, de loin, le pôle le plus performant. La demande accrue de projecteurs laser a fait grimper sa marge d'Ebitda de 6,9 % à 12,5 %. Le cinéma-entertainment-service, dans le cadre de quoi les projecteurs laser sont loués plutôt qu'achetés, représente déjà 25 % du CA de la division. Enterprise a vu son CA baisser de 4 %, mais ses commandes s'étoffer de 8 %. Meeting Experience a grignoté des parts de marché, tandis que Large Videowalls

### BARCO



**Cours** : 17,14 euros

**Ticker** : BAR BB

**Code ISIN** : BE0003790079

**Marché** : Euronext Bruxelles

**Capit. boursière** : 1,6 milliard EUR

**C/B 2023** : 19,5

**C/B attendu 2024** : 17

**Perf. cours sur 12 mois** : -33,8%

**Perf. cours depuis le 01/01** : +3,9%

**Rendement du dividende** : 2,8%

subissait une restructuration. Healthcare déplore une chute de 20 % de ses commandes et de 16 % de son CA. Le calendrier des commandes et les mesures



anti-corruption dans le secteur hospitalier chinois ont joué en sa défaveur. Sa marge d'Ebitda est tombée de 11,2 % à 9,7 %.

La direction, qui ne veut pas devoir revenir sur ses pronostics deux années de suite, se montre très prudente. Le CA sera conforme à celui de 2023, tandis que la marge d'Ebitda devrait atteindre 14 %. Bien qu'elle se soit tassée de 5,8 % entre décembre 2022 et décembre 2023, la valeur nominale des stocks reste élevée. Malgré des flux de trésorerie disponible plus importants, la trésorerie nette est tombée à 241,1 millions fin 2023, contre 264 millions 12 mois plus tôt. En cause : le dividende, les rachats d'actions et les effets de change. Le dividende passe de 0,44 à 0,48 euro par action.

### Conclusion

L'action s'est partiellement remise du choc subi à la fin de l'an passé. Direction et analystes avaient placé la barre bas et le fait que la conjoncture ne se soit pas détériorée davantage a été un soulagement. Les perspectives de CA et marges pour cet exercice sont de nouveau prudentes – ce qui laisse évidemment de la place à d'agréables surprises. La croissance devrait s'accroître en 2025 et vu l'excellent bilan, nous continuons à recommander d'acheter l'action. **t**

**Conseil** : acheter

**Risque** : moyen

**Rating** : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 15 FÉVRIER

ONTEX

## De belles éclaircies à l'horizon

C'est sans doute la dernière fois qu'Ontex commente d'abord l'évolution de son ratio d'endettement (le rapport entre la dette financière nette et le cash-flow d'exploitation, ou Ebitda), avant de présenter ses résultats proprement dits. Car le producteur de solutions d'hygiène personnelle (couches pour bébés, produits d'hygiène féminine et d'incontinence adulte) est parvenu à s'extraire d'une situation financière difficile. Fin septembre 2022, le ratio s'élevait encore à 7,7 ; il est retombé à 6,4 fin 2022, 5,3 au premier trimestre de 2023 et 4,5 au terme du premier semestre de 2023. Une belle évolution en soi, mais la direction, plus ambitieuse, visait pour fin 2023 un ratio plus acceptable de 3,75. Et elle a relevé le défi : fin septembre, il s'élevait à 3,6, et fin décembre, à 3,3. Le nouveau CEO, Gustavo Calvo Paz, qui a fait du désendettement sa priorité absolue, ambitionne moins de 3 en 2024.

### Sur les deux dernières années, Ontex surperforme le Bel 20.

Cet allègement de la dette résulte à la fois d'un net redressement de la rentabilité et de la cession des activités mexicaines, pour 265 millions d'euros net, qui a notamment permis le remboursement d'un prêt à terme de 220 millions d'euros ; notons que la vente des

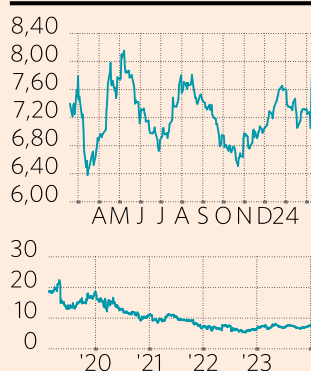
activités brésiliennes, qui devrait avoir lieu cette année, contribuera aussi au désendettement.

Au cours de l'exercice 2023, le chiffre d'affaires (CA) comparable des activités poursuivies (hors marchés émergents) a bondi de 10 %, à 1,795 milliard d'euros, dépassant le consensus. Cette hausse s'explique en grande partie par l'augmentation des prix (+9 %) ; l'effet de change (surtout avec le dollar) a légèrement pesé (-2 %) sur le CA. Toutes les divisions ont progressé, Adult Care (produits d'incontinence pour personnes âgées) en tête (+16 %).

Au niveau du groupe, toutefois, le CA s'est contracté de 5 %, à 2,341 milliards d'euros. Il a reculé de 31 % dans les pays émergents, du fait de la vente des activités mexicaines. Au deuxième semestre, le groupe a annoncé la cession de ses activités en Algérie et au Pakistan, non encore finalisée.

La hausse du CA, en 2023, a aussi dopé l'Ebitda des activi-

### ONTEX



**Cours** : 7,64 euros

**Ticker** : ONTEX BB

**Code ISIN** : BE0974276082

**Marché** : Euronext Bruxelles

**Capit. boursière** : 632 millions EUR

**C/B 2023** : 17

**C/B attendu 2024** : 9

**Perf. cours sur 12 mois** : +3 %

**Perf. cours depuis le 01/01** : +1 %

**Rendement du dividende** : -

tés poursuivies. Entre juillet et septembre, ce dernier s'est accru de 67 %, à 173,9 millions d'euros, surpassant largement les attentes des analystes. Par conséquent, la



marge d'Ebitda annualisée sur les activités poursuivies est passée de 6,2 à 9,7 %. Le consensus visait 9,2 %. A 9,5 % (223,3 millions d'euros), la marge d'Ebitda du groupe bat aussi le consensus (183 millions) ; elle s'est envolée, de 4,0 à 9,0 %, dans les pays émergents, où le CA a certes reculé de 46 %, mais l'Ebitda ajusté s'est hissé de 31,7 à 49,4 millions d'euros. Grâce à la mise en œuvre du plan de réduction des coûts, les charges d'exploitation ont diminué de 17 millions d'euros, malgré une forte inflation. Pour l'exercice 2024, la direction table à nouveau sur une croissance du CA, mais moins soutenue qu'en 2023. Les Etats-Unis feront exception, toutefois : la hausse du CA devrait s'y établir à 10 % au minimum. La marge d'Ebitda ajustée devrait y remonter vers 11 à 12 %, et faire plonger le ratio d'endettement sous 3.

### Conclusion

Ontex a longtemps figuré parmi les cancrs de la place bruxelloise. Sur les deux dernières années, en revanche, l'action surperforme le Bel 20. Le groupe a visiblement amorcé un redressement opérationnel qui lui a permis de faire table rase de ses problèmes financiers. La réaction positive du marché après les résultats confirme notre conviction : le titre a le potentiel d'encore battre le marché. **i**

**Conseil** : acheter

**Risque** : moyen

**Rating** : 1B

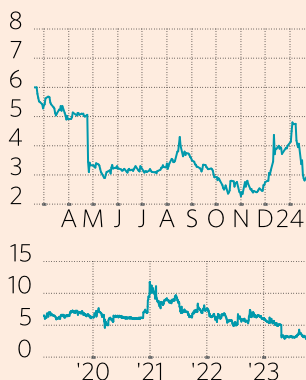
PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 15 FÉVRIER

SEQUANA MEDICAL

## Priorité à l'alfapump

On sait enfin que le spécialiste gantois du traitement des problèmes d'équilibre des fluides qu'entraînent des maladies du foie, des cancers et l'insuffisance cardiaque, va chercher à lever un total de 16 millions d'euros. Dans l'immédiat, il émettra un emprunt de trois millions à l'intention de ses actionnaires Partners in Equity et Rosetta Capital. Valable jusqu'au 30 septembre, le prêt sera obligatoirement converti en actions si sept millions d'euros au moins sont levés lors du financement suivant, dans un à deux mois normalement. Le taux d'intérêt est élevé (15 %), mais la démarche doit surtout servir à faciliter l'obtention du reste du financement, dans le but de passer le cap de la décision de l'agence américaine des médicaments (FDA) au sujet du recours à l'alfapump pour traiter les patients atteints d'une maladie du foie, un aval attendu

### SEQUANA



pour le deuxième semestre de cette année.

Les 16 millions d'euros ne suffisant pas à couvrir les dépenses de l'exercice 2024, le démarrage de la deuxième partie de l'étude MOJAVE, sur le traitement, à l'aide de la solution DSR 2.0, de l'insuffisance cardiaque, est suspendu jusqu'à l'annonce de la décision de la FDA. Voilà donc un programme très prometteur retardé de six à 12 mois, sans doute. Le remboursement des prêts consentis par Kreos (10 millions d'euros d'encours), PMV (4,3 millions), Belfius (2 millions) et Sensinnovat (400.000) est reporté lui aussi.

### Conclusion

Le titre a cédé du terrain, ce qui est compréhensible. Il est particulièrement dommage que les deux programmes ne puissent se dérouler en parallèle mais compte tenu de l'environnement financier difficile, donner la priorité à l'alfapump aux Etats-Unis est parfaitement logique. Dans l'attente de détails sur le financement à court terme, nous abaissons notre conseil, à "conserver". **ⓘ**

**Conseil :** conserver/attendre

**Risque :** élevé

**Rating :** 2C

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 15 FÉVRIER

ING

## Des perspectives décevantes

Au quatrième trimestre, ING a enregistré un bénéfice de 1,6 milliard d'euros, en hausse de pas moins de 43 % en glissement annuel, mais en recul de 21 % par rapport au troisième trimestre. Les recettes ont en effet cédé 7 %, à 5,4 milliards d'euros, dont une baisse de 4 % des revenus nets d'intérêts, à 3,9 milliards d'euros, qui a davantage retenu l'attention. Sur l'intégralité de l'exercice, ces revenus s'élèvent à 16,0 milliards d'euros (+15 %). Or, anticipant une baisse plus rapide et plus importante des taux d'intérêt directeurs européens que ne le prévoient les marchés financiers, le groupe bancaire néerlandais estime que les revenus nets d'intérêts pourraient se situer entre 15 et 15,5 milliards d'euros en 2024.

Au quatrième trimestre, les charges d'exploitation ont grimpé de 10 % par rapport au trimestre précédent, à 3,1 milliards. Les coûts sont susceptibles d'augmenter de 3 % en 2024. ING a provisionné 86 millions d'euros pour créances douteuses. La baisse des revenus nets d'intérêts et la hausse des coûts annoncées laissent présager un recul du bénéfice. Pourtant, au départ, ING s'attendait à un résultat net globalement stable. Le groupe estime que son ratio de fonds propres (CET1) se rapprochera de l'objectif de 12,5 % au fil des prochains

### ING



mois ; il allouera alors une plus petite enveloppe au rachat de ses actions que précédemment (4 milliards d'euros en 2023).

### Conclusion

L'action a chuté de 8 % après l'annonce des perspectives pour 2024. Il est néanmoins fort probable qu'ING ait été trop prudent et que l'année se révèle meilleure, avec notamment un bénéfice par action finalement stable (2 euros). Le groupe dispose de fonds en suffisance pour maintenir le dividende. Dont le rendement, de 9 %, nous incite à recommander désormais de conserver l'action (conseil précédent : acheter), en dépit de son absence de potentiel haussier. **ⓘ**

**Conseil :** conserver/attendre

**Risque :** moyen

**Rating :** 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 14 FÉVRIER

VESTAS WIND SYSTEMS

## De nouveau rentable

Après des mois difficiles, Vestas Wind Systems a renoué avec les bénéfices, au quatrième trimestre de 2023. De 1,5 %, la marge bénéficiaire n'est certes pas énorme, mais elle dépasse les prévisions du fabricant d'éoliennes. Et elle devrait continuer à se redresser cette année. Pour l'exercice 2024, la direction table en effet sur une marge bénéficiaire de 4-5 % pour un chiffre d'affaires de 16-18 milliards d'euros. Si le milieu de cette fourchette est atteint, le bénéfice d'exploitation s'élèvera à 850 millions d'euros. A moyen terme, une marge bénéficiaire de 10 % est visée, qui implique naturellement une progression du chiffre d'affaires. Autrement dit, la direction estime que Vestas pourrait enregistrer un bénéfice d'exploitation de quelque deux milliards d'euros en 2027. Or sa capitalisation boursière s'élève à 26 milliards d'euros aujourd'hui. La valorisation élevée de l'action indique que les investisseurs ont d'ores et déjà anticipé une belle progression des bénéfices.

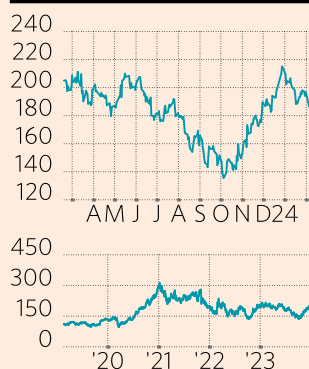
**Cette année, ce n'est plus la seule activité de maintenance des turbines qui sera rentable.**

Le redressement des bénéfices au quatrième trimestre découle d'une légère augmentation des prix des éoliennes et d'une meilleure maîtrise des coûts. "Notre

industrie a besoin de changements structurels pour améliorer sa rentabilité. Nous devons faire preuve d'une plus grande discipline commerciale, mieux collaborer avec les partenaires de la chaîne d'approvisionnement, introduire plus lentement de nouvelles technologies et mieux évaluer les risques", a déclaré la direction de l'entreprise. L'exécution, cette année, de contrats précédemment conclus à des tarifs ultrafaibles empêchera les marges de véritablement bondir. Vestas s'efforce de simplifier son processus de production, devenu trop complexe et trop coûteux. Ainsi passera-t-elle à une approche modulaire de la conception des turbines, avec des éléments standard et d'autres que les clients pourront personnaliser. Les coûts de la garantie de maintenance sont toujours très élevés. Au quatrième trimestre, Vestas a provisionné pour ce poste 268 millions d'euros, ou 5,6 % du chiffre d'affaires. Vestas a limité ses pertes



### VESTAS WIND



**Cours** : 25,7 euros

**Ticker** : VWS

**Code ISIN** : DU300609

**Marché** : Xetra

**Capit. boursière** : 26 milliards EUR

**C/B 2023** : 180

**C/B attendu 2024** : 50

**Perf. cours sur 12 mois** : -10 %

**Perf. cours depuis le 01/01** : -9 %

**Rendement du dividende** : -

grâce à sa division Maintenance, qui affiche des marges lucratives et stables, et un carnet de commandes de 34 milliards de dollars. La division devrait dégager un

bénéfice d'exploitation de 800 à 880 millions d'euros en 2024. Mais dès cette année, les ventes de turbines devraient redevenir rentables.

L'entreprise devrait bientôt pouvoir surfer sur la demande croissante d'énergie éolienne, sur terre comme en mer. Sur le marché de l'éolien terrestre, qu'elle domine, Vestas table sur une croissance annuelle de son chiffre d'affaires de 7 à 9 % jusqu'en 2030. Mais sur celui de l'éolien en mer, elle pronostique une croissance annuelle de 20 à 25 % jusque-là ; lorsqu'elle aura vendu suffisamment de turbines dans ce segment, les marges bénéficiaires seront semblables dans les deux segments. Le chiffre d'affaires de la division Maintenance devrait croître de plus de 10 % par an sur la même période, et la marge bénéficiaire, s'élever à 25 %. Les perspectives à long terme demeurent donc très bonnes.

### Conclusion

Vestas a renoué avec les bénéfices au quatrième trimestre, mais doit encore s'efforcer de ramener la marge bénéficiaire à un niveau acceptable – d'au moins 10 %. Elle y parviendra dans quelques années, si le chiffre d'affaires continue de progresser. L'action intégrant déjà les perspectives favorables, nous conseillons toujours de la conserver. **1**

**Conseil** : conserver/attendre

**Risque** : moyen

**Rating** : 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 19 FÉVRIER

## META

## Va verser un dividende

Au quatrième trimestre de 2023, le chiffre d'affaires (CA) de Meta a augmenté de 25 %, à 40,1 milliards de dollars, et les coûts ont baissé de 8 % (les effectifs, notamment, ont été réduits, de 22 %), si bien que la marge d'exploitation (bénéfice d'exploitation/CA) est passée de 20 % à 41 % en un an. L'action a ainsi gagné 20 % et la capitalisation boursière a dépassé la barre des 1.000 milliards de dollars. Les revenus de la publicité en ligne ont crû de 24 %, à 38,7 milliards de dollars (+11 % seulement chez Alphabet). Les boutiques en ligne chinoises ont apporté 10 % du CA. La famille d'applications de Meta (Instagram, Messenger, WhatsApp et Facebook) compte 3,19 milliards d'utilisateurs (+8 % sur le trimestre). Le bénéfice net a triplé, à 14 milliards de dollars. Meta ne communique plus sur le métaverse mais poursuit ses travaux sur le modèle de langage d'intelli-

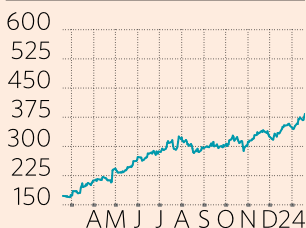
gence artificielle Llama 2, en arrière-plan. La division Facebook Reality Labs a éprouvé une perte d'exploitation de 4,65 milliards de dollars, pour un CA de 1,07 milliard de dollars.

**Conclusion**

Pour la première fois de son histoire, Meta versera, en mars, un dividende trimestriel de 0,5 dollar par action — le CEO, Mark Zuckerberg, empochera au passage 700 millions de dollars. Grâce à ses flux de trésorerie élevés (11,5 milliards de dollars de cash-flow disponible) et à sa trésorerie de 65,4 milliards à fin 2023, le groupe pourra également racheter pour 50 milliards de dollars d'actions. L'action s'échange à 29 et 25 fois les bénéfices attendus respectivement pour 2024 et 2025, et à 7 fois le CA prévisionnel ; elle n'est pas particulièrement bon marché, mais reste moins onéreuse que celle de Microsoft, par exemple. Le maintien de ce taux de croissance va devenir de plus en plus difficile. C'est pourquoi nous conseillons toujours de conserver l'action. **i**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 14 FÉVRIER

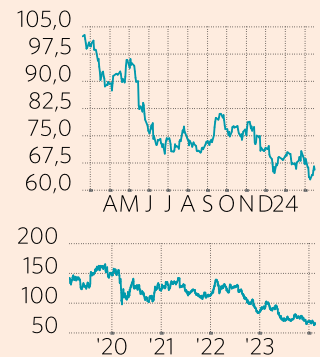
**META PLATFORMS**

## VODAFONE

## Maintient ses prévisions pour l'exercice

Les trimestriels de Vodafone n'ont guère surpris et le groupe a confirmé ses prévisions pour l'exercice. Entre octobre et décembre, troisième trimestre de l'exercice 2023/24, le chiffre d'affaires (CA) des services de télécommunications a augmenté de 4,7 %, à 9,4 milliards d'euros. En Europe, le CA a progressé en moyenne de 1,3 %, avec huit des 10 marchés dans le vert. En Afrique, la hausse a été de 8,8 %. Fin mars, au terme de l'exercice, le bénéfice d'exploitation (Ebitda) ajusté devrait atteindre 13,3 milliards d'euros, pour un cash-flow disponible de 3,3 milliards.

Longtemps en difficulté, l'Allemagne (31 % du CA) a vu son CA progresser (+0,3 %) pour le deuxième trimestre de suite, mais a manqué les prévisions. Le CA de la division Business s'est contracté de 1,9 % sur un an, mais la base de comparaison était défavorable. Vodafone a gagné 95.000 clients mobiles. Au Royaume-Uni (15 % du CA), la croissance a largement dépassé la moyenne du groupe, à 5,3 %. L'Autorité de la concurrence (CMA) enquête toujours sur la fusion avec Three UK (Hutchison). Grâce à la vente de plusieurs actifs, Vodafone a réduit sa dette à 36,2 milliards d'euros ou 2,7 fois l'Ebitda. Les activités en Espagne seront cédées au

**VODAFONE**

cours de ce semestre. Vodafone a refusé en décembre l'offre d'Iliad sur ses actifs italiens ; Swisscom et Hutchison sont encore en lice. La valeur de l'actif économique (EV) est actuellement de 52 milliards d'euros. Un dividende intermédiaire de 0,045 euro a été versé début février ; le dividende total pourrait être inférieur à celui de l'exercice précédent (7,9 pence, soit 0,09 euro).

**Conclusion**

A 7 fois les bénéfices et moins de 4 fois l'Ebitda attendus, et vu son rendement du dividende élevé, Vodafone est digne d'achat. La décision de la CMA sur la fusion avec Three UK, un accord en Italie et l'évolution des chiffres en Allemagne impacteront le cours. **i**

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

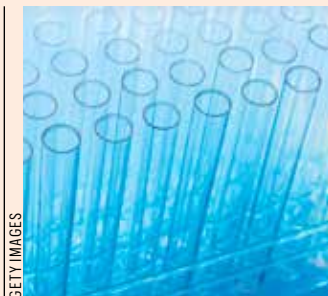
PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
LE 16 FÉVRIER



# 2024, année de stagnation pour Thermo Fisher Scientific

**Je suis peu satisfait de l'évolution de l'action Thermo Fisher Scientific. Puis-je compter sur une amélioration ?**

Avec un chiffre d'affaires (CA) de 42,9 milliards de dollars en 2023, l'américain Thermo Fisher Scientific (*ticker* TMO) est l'un des plus grands acteurs du secteur des sciences de la vie. Il est également l'un des plus diversifiés au monde : il offre une gamme complète d'équipements (des tubes à essai, bio-réacteurs jetables, spectromètres, systèmes de refroidissement, mais aussi des anticorps, etc.) et de services de laboratoire, il supervise des essais cliniques, produit des médicaments, etc. Une belle diversification qui n'a néanmoins pas empêché son CA, corrigé des effets de change et des acquisitions, de chuter de 5 % l'année dernière. La principale raison en est la baisse continue du CA tiré des tests de coronavirus. Ce dernier est tombé à 330 millions de dollars en 2023, ce qui a eu un effet négatif de six points de pourcentage sur la croissance du CA consolidé. Mais ce sont les perspectives du groupe en matière de CA et de bénéfice pour l'exercice en cours qui ont entraîné la correction de près de 5 % du cours de l'action après la publication des résultats. La direction s'attend en effet à une croissance



GETTY IMAGES

organique du CA comprise entre -1 % et 1 % et à un bénéfice par action (BPA) de l'ordre de 20,95 à 22,00 dollars. Or, en marge de la présentation de ses chiffres du 3<sup>e</sup> trimestre, le groupe avait pronostiqué pour 2024 une croissance organique de 1 % du CA et un BPA de 21,75 dollars. Mais, a précisé Thermo Fisher, l'ajustement des attentes résulte d'une adaptation comptable et non d'une détérioration des perspectives du marché. Le groupe percevra en effet plus tard que prévu un paiement d'étape de 100 millions de dollars auquel l'achèvement de la conversion d'une usine lui donne droit. L'adaptation comptable a pour effet de réduire de 0,20 dollar le BPA attendu pour cette année. Les coûts de la conversion de l'usine sont pris en compte en 2024. Par conséquent, le BPA pour 2024 a été revu à la hausse, à 21,10 dollars par action, ce qui porte le rapport cours/bénéfice de Thermo Fisher à 26. Après leur baisse – compréhensible et attendue – en

2023, Thermo Fisher verra donc le CA et le BPA stagner cette année. De plus, le flux de trésorerie disponible sera compris entre 6,5 et 7,0 milliards de dollars, contre plus de 7 milliards en 2023, or le groupe a déjà dépensé trois milliards de dollars en rachats d'actions en janvier. Si l'action nous paraît toujours prometteuse à long terme, ce n'est pas le cas à brève échéance. C'est pourquoi notre conseil descend à "conserver/attendre" (rating 2A). **1**

## INDEX DES ACTIONS

Barco	84
Cameco	94
Freeport McMoran	91
ING	86
Meta	88
Nedap	96
Ontex	85
Sequana Medical	86
Thermo Fisher	89
Vestas Wind	87
Vodafone	88

## DÉJÀ PARU SUR WWW.TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE

- Jeudi 15/2 : Barco, Ontex, Listes des actions suivies par la rédaction de *Trends-Tendances Bourse*, Sequana Medical
- Vendredi 16/2 : Le tuyau de la semaine (Nedap), Vodafone
- Lundi 19/2 : Avant-propos, Question d'investissement (Thermo Fisher), Vestas
- Mardi 20/2 : Cameco, Dérivés (La Chine), Options (Freeport McMoran)
- Mercredi 21/2 : Analyse (Les marchés émergents), Aperam, Disney, Pdf de l'édition n° 8

## AGENDA

### JEUDI 22 FÉVRIER

Aalberts : rapport annuel  
Accor : rapport annuel  
Anglo American : rapport annuel  
Arcadis : rapport annuel  
Ascencio : rapport trimestriel  
AstraZeneca : détachement du coupon  
Biotalsys : rapport annuel  
Danone : rapport annuel  
Engie : rapport annuel  
EVS : rapport annuel  
ForFarmers : rapport annuel  
Galapagos : rapport annuel  
GSK : détachement du coupon  
Heidelberg : rapport annuel  
Kinopolis : rapport annuel  
Mercedes-Benz : rapport annuel  
Nedap : rapport trimestriel  
Nestlé : rapport annuel  
Qrf : rapport annuel  
Telefonica : rapport annuel  
Unilever : détachement du coupon  
Van Lanschot : rapport annuel  
VGP : rapport annuel

### VENDREDI 23 FÉVRIER

Allianz : rapport annuel  
BASF : rapport annuel  
Cofinimmo : rapport annuel  
Deutsche Telekom : rapport annuel  
Proximus : rapport annuel  
Texaf : rapport annuel  
What's Cooking : rapport annuel

### LUNDI 26 FÉVRIER

Accentis : rapport annuel  
Aperam : détachement du coupon  
ASMI : rapport annuel  
Bouygues : rapport annuel  
CFE : rapport annuel

### MARDI 27 FÉVRIER

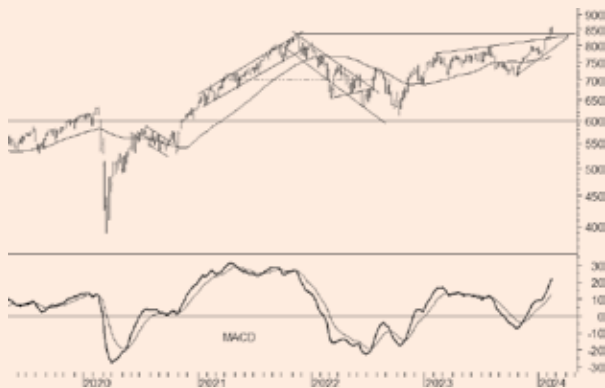
eBay : rapport annuel  
Munich Re : rapport annuel  
PostNL : rapport annuel  
Puma : rapport annuel  
Retail Estates : rapport trimestriel

### MERCREDI 28 FÉVRIER

Ageas : rapport annuel  
Barrick Gold : détachement du coupon  
Deceuninck : rapport annuel  
Harmony : rapport trimestriel  
Just Eat Takeaway : rapport annuel  
Qualcomm : détachement du coupon  
Ryanair : paiement du dividende  
UCB : rapport annuel  
Universal Music Group : rapport annuel

Mis à jour quotidiennement sur [www.trends-tendances.be/bourse](http://www.trends-tendances.be/bourse)

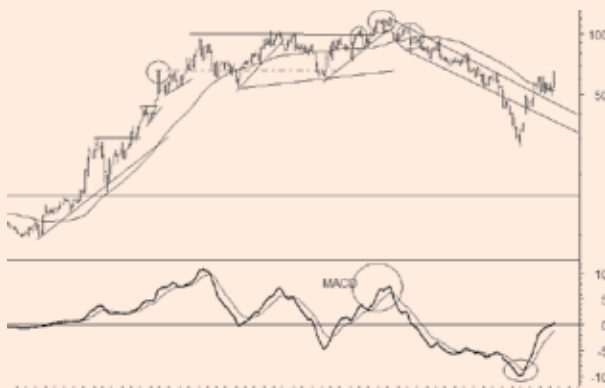
**Une question d'investissement ?** Chaque semaine, nous traitons une question d'abonné. Vous avez une question relative à vos investissements ? Envoyez-la par courriel à [bourse@tendances.be](mailto:bourse@tendances.be) et vous en lirez peut-être la réponse ici.



## AEX : en territoire inconnu

Reflétant l'optimisme du marché, l'indice a clos la semaine dernière sur un plus haut (858,11 points). Nous sommes à présent en territoire inexploré : le cours n'étant jamais allé si haut, nul ne sait où sont les prochaines résistances. Les signaux qu'émettent l'indicateur MACD (deux lignes ascendantes et dépassant la ligne 0) et la moyenne mobile (ascendante également) sont positifs. Si notre conseil ne change pas, notre objectif de cours bien : il passe de 850 à 900 points.

**Conseil : demeure "acheter"**



## Alfen : deux percées

En novembre dernier, le cours d'Alfen s'est trouvé un plancher à 27,31 euros pendant que l'indicateur MACD envoyait un signal de survente. Le cours a rebondi ensuite, pour revenir dans le canal descendant, duquel il s'est extirpé. Après quoi il s'est heurté durant deux mois à la résistance de la moyenne mobile, qu'il a finalement franchie. Quant à la ligne MACD, elle a dépassé la ligne 0. L'action est désormais digne d'achat. Nous visons un cours de 100 euros.

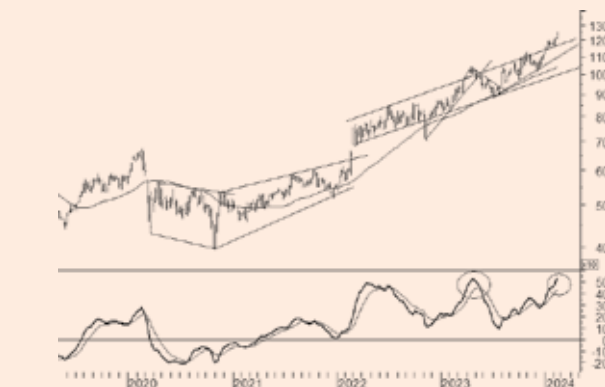
**Conseil : de "vendre" à "acheter"**



## DSM-Firmenich : tendance haussière

Après la fusion de DSM et Firmenich, la dynamique du cours de l'action DSM-Firmenich a été négative jusqu'en octobre 2023. Autour de 76 euros, un plancher s'est formé, et la tendance du cours de s'inverser. Les lignes MACD émettent un signal positif : elles s'élèvent et la ligne épaisse dépasse la ligne 0. Cela nous suffit pour faire repasser le conseil à "acheter". Nous escomptons un cours de 120 euros.

**Conseil : de "conserver" à "acheter"**



## BAE Systems : nouvelle ligne ascendante

Comme en avril 2023, le cours perce vers le haut et la ligne MACD émet un signal de survente. Mais la situation est moins inquiétante aujourd'hui. En effet, une ligne ascendante plus nette relie les planchers, elle-même soutenue par la moyenne mobile. Une correction peut encore survenir, auquel cas le cours butterait cependant vite contre ces supports. C'est pourquoi nous maintenons notre conseil, assorti d'un objectif de cours de 1.500 pence.

**Conseil : demeure "acheter"**

OPTIONS

## A la hausse sur Freeport McMoran

Comme la plupart des actions des sociétés extrayant des matières premières, celle de Freeport McMoran est très cyclique. Au cours de ces 12 derniers mois, son cours a cédé 10 % et elle coûte aujourd'hui environ 12 % de moins qu'il y a deux ans. Mais elle s'en sort bien, alors que l'économie chinoise a ralenti et les prix du cuivre sont faibles. Sans ces deux éléments perturbateurs, son cours serait nettement plus élevé. Son plus haut, ces dernières années, a été 50 dollars, soit quelque 40 % de plus que sa valeur actuelle.

Freeport McMoran est l'un des plus grands producteurs de cuivre au monde. Il exploite également de l'or et du molybdène. Bien que le prix du cuivre ait baissé de 20 %, son chiffre d'affaires a atteint un niveau record l'an passé. Si Pékin poursuit ses mesures de soutien, le cuivre pourrait bien se renchérir encore. Mais nous ne nous attendons pas seulement à une hausse de la demande de cuivre chinoise. Le reste de l'Asie et l'Europe en sont également de plus en plus friands. Si la production augmente encore et que le prix du cuivre se redresse, l'action

Freeport ne pourra que suivre. Nous misons donc sur sa hausse.

**Achat du call  
Freeport McMoran  
septembre  
au prix d'ex. de 42 USD  
à 2,29 USD**

Parce que le marché des matières premières est baissier, les options *call* ne sont pas chères. Ce contrat ne coûte que 2,29 dollars. D'ici au 20/9, nous verrons peut-être l'action Freeport s'apprécier. Pour que ce contrat soit rentable, elle devra franchir la première résistance autour de 40,25 dollars ;

concrètement, le cours devra dépasser (42 + 2,29) 44,29 dollars. Mais rien ne nous empêche de vendre ce contrat avant son échéance. Une amélioration du sentiment boursier affecterait la prime de cette option.

**Emission du put  
Freeport McMoran août  
au prix d'ex. de 40 USD  
à 4,70 USD**

Ce *put* au prix d'exercice de 40 dollars est prometteur. L'émetteur de ce contrat percevra 4,70 dollars. Il achètera donc 100 actions Freeport à (40 - 4,7) 35,30 dollars, soit environ 5 % de moins que le prix actuel. Si le cours augmente, ce contrat arrivera à échéance sans valeur et la prime de 4,70 dollars restera acquise à l'émetteur. **t**

DÉRIVÉS

## Des ETF axés sur les actions chinoises

Pour investir en actions chinoises, il vaut mieux privilégier les *trackers*, ou ETF. En voici trois.

**1) iShares MSCI  
China ETF**

**Code ISIN :** IE00BJ5JPG56

**Marché :** Euronext Amsterdam

**Frais de gestion :** 0,28 % l'an

**Ticker :** ICHN NA

Cet ETF de la gamme iShares de BlackRock réplique l'indice MSCI China, qui pour l'heure compte 766 positions et couvre plus de 85 % du marché boursier chinois. Repondéré tous les trimestres, il a perdu près de 25 % de sa valeur sur les 12 derniers mois. Plusieurs

ETF répliquent le MSCI China, mais celui-ci, très complet, allie une grande liquidité à des frais de gestion peu élevés. Il s'échange sur plusieurs places européennes. Nous optons pour Euronext Amsterdam (*ticker* ICHN). Son encours actuel est de 774 millions d'euros. Les revenus sont réinvestis, ce qui est fiscalement avantageux ; une variante de distribution existe (*ticker* ICHD, code ISIN IE00BL977C92).

**Les cinq positions majeures du MSCI China (au 14/2)**

1. Tencent Holdings	13,4 %
2. Alibaba Group	8,4 %
3. Pindoduo	4,6 %
4. China Construction Bank	3 %
5. Meituan Dianping	2,9 %

**2) iShares China Large  
Cap ETF**

**Code ISIN :** IE00B02KXK85

**Marché :** Euronext Amsterdam

**Frais de gestion :** 0,74 % l'an

**Ticker :** FXC NA

Cet autre *tracker* de BlackRock a pour sous-jacent un autre indice, le FTSE China 50. Lequel inclut les 50 plus grandes actions chinoises cotées à Hong Kong (actions "H"). Ses cinq positions majeures sont les mêmes que celles du MSCI China. Ce *tracker* à l'encours de 405 millions d'euros se négocie sous le même ISIN sur plusieurs Bourses d'Europe. Les revenus des dividendes sont distribués. Une

variante de capitalisation existe (*ticker* FXAC, ISIN IE000QOU09J7). Les deux affichent des frais de gestion annuels de 0,74 % – ils sont plus élevés que ceux d'ICHN.

**3) Amundi MSCI  
China A ETF**

**Code ISIN :** FR0011720911

**Marché :** Euronext Paris

**Frais de gestion :** 0,35 % l'an

**Ticker :** CNA A FP

Ce *tracker* émis par le français Amundi a pour sous-jacent le MSCI China A, qui couvre 566 actions chinoises "A" (elle se négocie à Shanghai et Shenzhen, en renminbi). Les investissements étrangers dans ces actions A sont limités. Cet ETF gère 181 millions d'euros ; ses revenus sont réinvestis. Ses coûts annuels sont acceptables. **t**

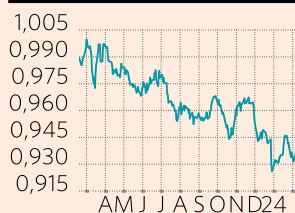
## Des obligations qui protègent de l'inflation

Nombre d'investisseurs s'interrogent sur les anticipations d'inflation ; les stratégies d'investissement ne sont en effet pas les mêmes lorsque les prix augmentent ou qu'ils baissent. En Belgique, l'inflation atteignait 12,27 % en octobre 2022 ; elle est retombée à 1,75 % aujourd'hui. Beaucoup s'étonnent de cette fonte rapide. Les niveaux actuels sont-ils pérennes ? Le léger rebond des prix à la consommation, au cours de ces deux derniers mois, pourrait bien indiquer que le creux de la vague a déjà été atteint : les prix pourraient repartir à la hausse. Aux Etats-Unis, où la sphère financière a souvent un temps d'avance sur l'Europe, l'inflation a beaucoup moins reflué que prévu en janvier et les taux longs rebondissent.

Un retour rapide aux niveaux d'avant fin 2022

n'est selon nous pas à craindre. Les banques centrales font tout ce qu'elles peuvent pour l'empêcher : depuis leurs relèvements de taux, les investissements des entreprises et les prêts aux particuliers sont bien plus onéreux, si bien que l'activité des entreprises se contracte, les salaires n'augmentent plus forcément et la pression sur les prix diminue. Tant que ce refroidissement est contrôlé, la récession peut être évitée. Si, en revanche, le processus est trop brutal, les banques centrales pourront être amenées à relever de nouveau les taux, ce qui pourrait entraîner une remontée de l'inflation. Cela compliquerait la donne pour les investisseurs en obligations, qui disposent généralement d'un horizon long. Une parade pourrait consister à investir dans des obligations indexées sur l'inflation, lesquelles sont souvent

### EURCHF



### EURGBP



assorties d'échéances très longues.



### Indexation

Les obligations indexées sur l'inflation sont des obligations dont le principal est indexé et dont les intérêts sont calculés périodiquement sur ce dernier. Le capital et le coupon sont donc protégés de l'inflation. A l'échéance, l'investisseur récupère le capital indexé. Il existe également des obligations dont le capital reste inchangé et dont seul le paiement des coupons est indexé. Si l'inflation augmente, le coupon également. Une inflation plus élevée se

### EURUSD



## LA SÉLECTION D'OBLIGATIONS DE TRENDS-TENDANCES BOURSE

DEVISE	EMETTEUR	COUPON	ECHÉANCE	COURS	RENDEMENT	COUPURE	RATING
EUR	Nestlé Finance	3,38%	15/11/34	101,51	3,20%	1.000	AA-
EUR	Fresenius	2,88%	24/05/30	94,75	3,83%	1.000	BBB
EUR	Etat belge 	1,25%	22/04/33	88,27	2,71%	5.000	AA-
USD	BERD	0,50%	25/11/25	92,75	4,74%	1.000	AAA
USD	Hewlett Packard	5,25%	1/07/28	100,68	5,08%	1.000	BBB+
USD	Micron Techn. 	2,70%	15/04/32	82,34	5,47%	1.000	BBB-
GBP	Volkswagen	2,25%	12/04/25	96,2	5,73%	1.000	BBB+
NOK	Nordic Inv. Bnk	1,63%	20/10/27	95	3,08%	10.000	AAA
SEK	BEI	1,75%	12/11/26	96,14	3,20%	10.000	AAA
CAD	Mercedes-Benz	1,65%	22/09/25	94,84	4,98%	1.000	BBB+
AUD	Wells Fargo	4,00%	27/04/27	96,31	5,26%	1.000	A+
NZD	BIRD	2,875%	30/11/26	94,09	5,28%	1.000	AAA
ZAR	BEI	7,25%	23/01/30	91,9	8,97%	10.000	AAA
TRY	BERD	25,00%	19/01/27	91	29,87%	1.000	AAA
BRL	IFC	6,75%	27/08/24	98,29	10,06%	5.000	AAA
PLN	BEI	2,75%	25/08/26	93,11	5,75%	1.000	AAA

 = obligation ESG

## SÉLECTION DE FONDS D'OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION

FONDS	COURS	RATING MORNINGSTAR
AXA World Funds - Global Inflation Short Duration	102,28 USD	5
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	45,82 EUR	5
BlackRock Global Funds - Global Inflation Linked	15,70 USD	5
CapitalatWork Foyer Umbrella - Inflation	112,08 EUR	4
Candriam Bonds Global Inflation Short	110,80 EUR	4

## SÉLECTION D'ETF AXÉS SUR DES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION

NOM	COURS	FRAIS COURANTS	CATÉGORIE
Amundi US TIPS Government Inflation-Linked	100,17 EUR	0,09 %	Obligations indexées sur l'inflation USD
iShares Global Inflation Linked Govt Bond	4,41 EUR	0,2 %	Obligations indexées sur l'inflation Monde
UBS(Lux)Fund Solutions – Euro Inflation Linked	14,21 EUR	0,2 %	Obligations indexées sur l'inflation EUR
Xtrackers II Eurozone Inflation-Linked	232,68 EUR	0,15 %	Obligations indexées sur l'inflation EUR

traduit donc automatiquement par une rémunération plus élevée, ce qui compense, partiellement ou totalement, la perte de pouvoir d'achat. Notons que si le risque d'inflation est, logiquement, plus élevé pour les emprunts à long terme, ceux à échéance courte en pâtissent également.

Les obligations indexées sur l'inflation sont particulièrement prisées lorsque l'inflation, ou les prévisions inflationnistes, sont élevées. La Belgique, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni ont émis des obligations offrant une protection contre l'inflation. Aux Etats-Unis, ces obligations sont appelées *Treasury Inflation-Protected Securities* (TIPS).

Mais toute assurance coûte de l'argent. Car les émetteurs

d'obligations indexées sur l'inflation tiennent aussi compte des anticipations d'inflation et du point mort d'inflation. Si l'inflation augmente, le coupon des obligations indexées sur l'inflation augmente également. Si les émetteurs de ces obligations tablent sur une inflation annuelle de 1 %, ils versent 1 % d'intérêt de moins par an. L'acheteur d'une telle obligation réalise donc un bénéfice si l'inflation augmente de plus de 1 %, mais est perdant dans le cas contraire.

### Anticipations d'inflation

Les obligations indexées sur l'inflation sont particulièrement prisées lorsque le marché anticipe une (forte) hausse de l'inflation. Mais

comme leur cours augmente aussi fortement, elles sont moins susceptibles de générer un bénéfice. A l'inverse, lorsque l'inflation est faible, la demande moindre rend le prix intéressant : c'est probablement l'occasion de diversifier son portefeuille. Attention, toutefois : les obligations indexées sur l'inflation ne protègent pas contre la hausse des taux d'intérêt. Il est possible que les taux progressent mais que l'inflation n'augmente pas, ou pas autant. Les obligations indexées sur l'inflation étant plus volatiles que les obligations ordinaires, leur cours peut alors baisser davantage. Notez également que le précompte mobilier de 30 % s'applique à chaque coupon.

A l'échéance finale, ce précompte est aussi dû sur la différence entre le capital initial et le capital indexé, mais il ne vient pas grever la plus-value pour ceux qui revendent leur titre avant l'échéance finale.

### Fonds et ETF

Le marché des obligations indexées sur l'inflation est peu accessible aux particuliers. Il est préférable d'y investir par le biais de fonds spécialisés, qui offrent en outre une bonne diversification. Nous vous en suggérons cinq dans le premier tableau ci-contre.

Il existe également des *trackers* ou des fonds indiciels négociés en Bourse ciblant les obligations indexées sur l'inflation. Voyez notre sélection dans le deuxième tableau ci-dessus.

Ces *trackers* européens se composent généralement d'obligations françaises et italiennes et, dans une moindre mesure, allemandes ou espagnoles. Nous conseillons toutefois de ne pas investir plus de 10 % du portefeuille dans ces produits. La protection contre l'inflation intéressera surtout les investisseurs qui vivent essentiellement des revenus de leur capital. **i**

## COURS DE CHANGE

COURS DE CHANGE	NIVEAU	PERF. SUR 1AN
EUR/USD	1,072	-0,22%
EUR/GBP	0,851	-4,02%
EUR/NOK	11,377	4,14%
EUR/SEK	11,315	1,89%
EUR/CAD	1,4523	0,55%
EUR/AUD	1,659	7,19%
EUR/NZD	1,768	4,16%
EUR/ZAR	20,449	7,45%
EUR/TRY	32,951	62,77%

## EN VEDETTE

### Les nouveaux bons d'Etat

Vincent Van Peteghem a l'intention d'émettre deux bons d'Etat avec une fiscalité avantageuse cette année : le 4 mars, puis le 4 juin (juste avant les élections du 9 juin). Ses adversaires y voient une manœuvre électorale. Le ministre des Finances

Le précompte mobilier perçu

sur les intérêts de ce bon d'Etat à un an serait de 15 %, au lieu des 30 % habituels. L'an dernier, cet argument avait fait mouche : les bons d'Etat de septembre, au précompte réduit, ont permis de lever 21,896 milliards d'euros, contre à peine 42 millions pour les bons "classiques" émis quelques mois

plus tard.

L'initiative ne ravit pas tout le monde. Les banques s'y opposent, car ce bon concurrence directement les comptes d'épargne. Actuellement, les premiers 1.020 euros d'intérêts versés (par personne) sur un compte réglementé sont exonérés d'impôt. Mais cet avantage est encore remis en ques-

tion ; l'autorité de la concurrence propose même de supprimer aussi la prime de fidélité.

Si Vincent Van Peteghem obtient gain de cause, le coupon brut du nouveau bon d'Etat se situera entre 2,75 % et 2,85 %, soit un rendement net de 2,34 à 2,42 %. C'est environ 0,40 % de moins que l'an dernier.

## Un jalon historique, et après ?

**A**u franchissement, évoqué ici la semaine dernière, du seuil des 5.000 points par l'indice Standard & Poor's 500 succède naturellement un flux de perspectives optimistes pour le marché boursier américain. Pour notre part, nous craignons plutôt de voir le long et impressionnant marché haussier arriver à son terme. Peut-être Wall Street va-t-elle maintenant se reposer, car rappelons que le jalon historique de 5.000 points a été franchi dans un contexte de nouvelle progression des taux d'intérêt à long terme, alors que l'économie et le marché du travail américains restent plus robustes qu'attendu.

Des évolutions de cours intéressantes résultent des récentes publications de résultats trimestriels et annuels, mais nous ne nous précipiterons pas pour passer de nouveaux ordres.

### Cameco a connu une année exceptionnelle

En 2023, le prix au comptant (livraison à court terme) de

la livre d'uranium (U3O8) a plus que doublé et le prix moyen des contrats a augmenté de 38 %, à 72 dollars la livre. Ces hausses de prix se sont traduites par une augmentation du chiffre d'affaires (CA), des bénéfices et des flux de trésorerie de Cameco. Son CA a gagné 39 %, à 2,59 milliards de dollars canadiens (CAD), dépassant légèrement les prévisions du groupe ("entre 2,53 et 2,58 milliards CAD"). Le bénéfice d'exploitation ajusté (Ebitda) s'est accru de 93 %, à 831 millions CAD, le résultat net s'est élevé à 361 millions CAD et le flux de trésorerie d'exploitation, à 688 millions CAD. De très bons chiffres, attribuables à la hausse des prix, mais aussi à celle des volumes. Cameco a vendu en 2023 32 millions de livres d'uranium (2022 : 25,6 millions) ainsi que 12 millions de kilogrammes de combustible nucléaire.

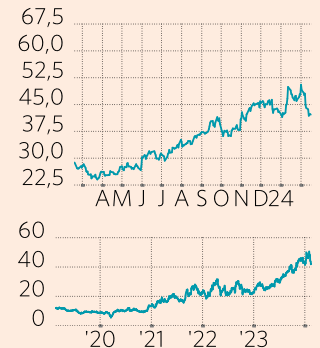
Après le redémarrage de McArthur River/Key Lake, la production a atteint 17,6 millions de livres (2022 : 10,4 millions). Cette année, elle

devrait grimper à 22,4 millions de livres d'uranium et 13,5-14,5 millions de kilogrammes de combustible nucléaire ; Cameco prévoit d'en vendre respectivement entre 32 et 34 millions et entre 12 et 13 millions.

Les contrats à long terme que le groupe a conclus en 2023 portent sur 160 millions de livres, pour un volume total à livrer de 205 millions de livres, soit un cinquième de ses réserves estimées.

Compte tenu des 62 réacteurs en construction sur la planète qu'a recensés l'Association nucléaire mondiale, la capacité nucléaire aura triplé en 2050. Mais durant cinq ans au bas mot, l'offre n'augmentera pas de manière significative. Kazatomprom a déjà annoncé qu'il n'atteindrait ni cette année ni la prochaine ses objectifs de production. Après le coup d'Etat au Niger, Orano (ex-Areva) a cessé son activité dans le pays l'an dernier ; la production y redémarre timidement depuis peu. L'on peut donc s'attendre à un déficit croissant d'uranium. Sur la base des contrats signés à ce jour, Cameco est tenu de livrer entre 2024 et 2028 en moyenne 27 millions de livres d'uranium par an.

### CAMECO



L'année dernière, le groupe a obtenu la prolongation de plusieurs permis d'exploitation de mines (20 ans encore pour McArthur River et Key Lake, 15 ans pour Rabbit Lake, à remettre en service, elle) et finalisé l'acquisition (de 49 %) de Westinghouse. Ce judicieux dernier rachat constitue un bel exemple d'intégration verticale, puisque Cameco et Westinghouse (entretien de centrales) mènent des activités complémentaires.

Westinghouse devrait apporter 445 à 510 millions CAD à l'Ebitda de Cameco cette année. Sa contribution croîtra ensuite de 6 à 10 % par an. S'il s'avère par la suite que Cameco n'a déboursé que cinq fois l'Ebitda de Westinghouse pour l'acquérir, il aura fait une très bonne affaire. Pour l'heure, le rachat affecte les finances de Cameco. A fin 2023, le groupe disposait de 567 millions CAD en liquidités et en titres négociables, et d'une ligne de crédit inutilisée de 1 milliard CAD, pour une dette de 1,8 milliard CAD. Cameco a versé en décembre un dividende de 0,12 CAD par action.

L'action Cameco s'est bien appréciée ces derniers mois,

## L'ACTUALITÉ DES SOCIÉTÉS COTÉES

### Valeurs de base

- **Atenor** : percevra pour son projet Realex, à Bruxelles, un premier paiement, de 85 millions d'euros, grâce auquel il réduira sa dette.

### Matières premières

- **Sandstorm Gold** : son action a chuté de 10 % après l'annonce par SSR Mining,

son partenaire dans le projet Hod Maden, en Turquie, d'un glissement de terrain dans une autre de ses mines dans le pays.

- **SIPEF** : est parvenu à limiter la baisse de son bénéfice en 2023. Plus dans le prochain numéro.

- **Umicoire** : 2024 sera pour le groupe une année de transition. Explication dans

le prochain numéro.

### Vieillessement

- **Hyloris** : a recruté un premier patient prenant des médicaments anticoagulants, qui présente un risque accru de saignement prolongé au cours et à la suite d'interventions dentaires, pour son étude de phase III portant sur un bain

de bouche à base d'acide tranexamique.

- **Inventiva** : va adapter le protocole de l'étude de phase III sur le lanifibranor, après avoir constaté chez un patient une hausse du nombre d'enzymes hépatiques. Le recrutement s'achèvera dès lors à la mi-2024, soit quelques mois plus tard que prévu.

si bien qu'elle semble onéreuse de prime abord, à 68 fois le bénéfice et 14 fois l'Ebitda attendus. Mais il ne faudrait pas oublier que le

bénéfice va croissant. Pour 2024, les analystes tablent en moyenne sur une croissance de plus de moitié de celui-ci. Il serait logique d'assister à

court terme à une prise de bénéfices suivie d'une évolution latérale du cours de l'action. Cependant, parce que le groupe est très bien posi-

tionné sur son marché et que les perspectives à long terme pour l'uranium sont prometteuses, le titre peut être conservé (rating 2B). **i**

## PORTEFEUILLE

<i>Matières premières (59,80%)</i>	<i>Code ISIN</i>	<i>Cours achat</i>	<i>Qté</i>	<i>Devis</i>	<i>Cours</i>	<i>Valeur</i>	<i>Pond.</i>	<i>Rating</i>	<i>Histoire</i>
AkerBP	NO0010345853	256,07	200	NOK	257,80	€4.540,53	2,66	1B	07/24
Cameco	CA13321L1085	10,08	150	USD	42,18	€5.875,74	3,45	2B	08/24
Equinox Gold	CA29446Y5020	5,43	700	USD	4,60	€2.990,34	1,76	1C	48/23
Global X Copper Miners	IE0003Z9E2Y3	25,50	200	EUR	24,30	€4.860,00	2,85	1B	06/24
Global X Lithium & Battery	IE00BLCHJN13	7,84	850	EUR	7,00	€5.948,30	3,49	1B	47/23
Global X Silver Miners	IE000UL6CLP7	11,49	1.000	EUR	10,12	€10.122,00	5,94	1A	46/23
Gold Bullion Securities	GB00B00FHZ82	167,43	30	EUR	172,06	€5.161,80	3,03	1B	41/23
iShares Silver Trust		21,02	350	USD	20,70	€6.728,43	3,95	1A	41/23
Mosaic	US61945C1036	35,86	150	USD	30,55	€4.255,66	2,50	1B	51/23
NexGen Energy	CA65340P1062	4,44	700	USD	7,43	€4.830,05	2,83	2C	48/23
Pan American Silver	CA6979001089	15,92	400	USD	13,12	€4.873,70	2,86	1B	51/23
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,92	1.100	USD	4,11	€4.198,55	2,46	1B	49/23
Schlumberger	AN8068571086	47,16	80	USD	48,57	€3.608,47	2,12	1B	05/24
Sipef	BE0003898187	51,39	40	EUR	50,20	€2.119,00	1,24	1B	44/23
Sprott Physical UraniumTrust	CA85210A1049	11,36	700	CAD	31,22	€15.053,04	8,84	2B	05/24
Umicore	BE0974320526	24,64	175	EUR	20,67	€3.671,70	2,16	1B	51/23
VanEck Vectors Gold Miners	IE00BQQP9F84	28,71	350	EUR	27,81	€9.733,50	5,71	1A	42/23
Wheaton Precious Metals	CA9628791027	49,73	80	USD	44,41	€3.320,36	1,95	1B	48/23
<b>Valeurs de base/trackers (24,63%)</b>									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,72	750	EUR	3,37	€2.615,00	1,53	1A	02/24
Ackermans & Van Haaren	BE0003764785	142,23	20	EUR	156,60	€3.132,00	1,84	1A	49/23
Ageas	BE0974264930	41,25	100	EUR	39,11	€3.911,00	2,30	1B	37/23
Atenor	BE0003837540	6,54	400	EUR	6,96	€2.784,00	1,63	1B	51/23
Cofinimmo	BE0003593044	65,67	50	EUR	62,55	€3.127,50	1,84	1B	45/23
D'leteren	BE0974259880	79,54	25	EUR	172,80	€4.320,00	2,54	1A	51/23
Disney	US2546871060	106,71	45	USD	111,60	€4.663,82	2,74	1B	47/23
EVS	BE0003820371	19,09	150	EUR	31,35	€4.702,50	2,76	1A	48/23
Just Eat Takeaway	NL0012015705	35,45	160	EUR	15,42	€2.467,84	1,45	1C	04/24
Kinopolis	BE0974274061	41,17	80	EUR	41,50	€3.320,00	1,95	1B	45/23
Ontex	BE0974276082	9,63	500	EUR	7,71	€3.855,00	2,26	1B	08/24
Vodafone	GB00BH4HKS39	83,43	4.000	GBX	65,63	€3.066,82	1,80	1A	08/24
<b>Vieillesse (11,73%)</b>									
argenx	NL0010832176	13,25	30	EUR	365,60	€10.968,00	6,44	1B	03/24
Hyloris	BE0974363955	15,00	150	EUR	12,60	€1.890,00	1,11	1C	03/24
Inventiva	FR0013233012	9,98	300	EUR	2,99	€897,00	0,53	1C	47/23
MDxHealth	BE0974461940	3,19	350	USD	3,58	€1.163,63	0,68	1C	04/24
Sequana Medical	BE0974340722	6,52	750	EUR	2,97	€2.227,50	1,31	2C	08/24
UCB	BE0003739530	75,88	30	EUR	94,90	€2.847,00	1,67	1B	43/23

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

### Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
165.974,88	97,6	4.031,54	2,4	170.006,42	100

### Ordres

Achat :-  
Vente :-

### Comparaison des performances

	Depuis le 1/1/2024		Depuis le 1/1/2024	
Trends-Tendances Bourse	-2,8%	Bel 20	-0,8%	
Euro Stoxx 50	+5,6%	MSCI World	+6,4%	

## ACTIONS

## Nedap

Cette entreprise technologique basée à Groenlo (Pays-Bas) offre diverses solutions de contrôle d'accès. Avec une capitalisation boursière de 450 millions d'euros, elle fait partie de ce que l'on appelle le groupe des *small & mid caps*. Les titres de ces entreprises sont souvent négligés par les investisseurs ; or pour obtenir du rendement, les très grandes entreprises ne sont pas toujours le meilleur choix. Plusieurs mini-multinationales,

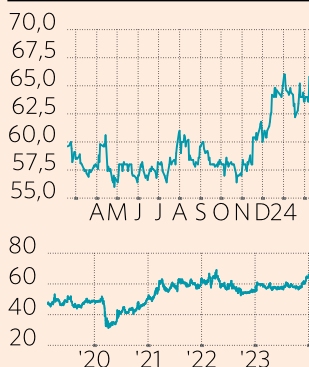
**Nedap est une petite capitalisation prometteuse qui offre un généreux dividende.**

dont Nedap, offrent des opportunités intéressantes. Sur la durée, des petites capitalisations sises dans diverses régions fournissent des rendements supérieurs à la moyenne – elles disposent en effet souvent d'une marge de croissance plus importante. Il est vrai qu'elles sont plus risquées, mais elles offrent en contrepartie un rendement potentiellement plus généreux. Leurs actions font l'objet de beaucoup moins de transactions et très peu d'analystes s'y intéressent vraiment – seuls Berenberg et Kepler Cheuvreux semblent suivre activement Nedap, par exemple. En raison des sous-performances enregistrées depuis plusieurs années, augmenter l'exposition aux petites capitalisations paraît

désormais intéressant. La période est particulièrement propice car d'après diverses études, c'est surtout au cours du premier semestre de l'année que les *small caps* font mieux que leurs grandes concurrentes. Ce n'est pas un hasard : en ces mois consacrés aux résultats annuels et aux assemblées générales, les petites capitalisations communiquent beaucoup plus avec le monde extérieur, en particulier avec les actionnaires. Elles qui opèrent généralement dans l'ombre attirent donc davantage l'attention des médias.

Les résultats annuels de Nedap (publication le 16 février) ne devraient réserver aucune mauvaise surprise. Le chiffre d'affaires des neuf premiers mois a progressé de 20 % sur un an. La suite s'annonce tout aussi favorable, puisque les revenus récurrents générés par les abonnements aux logiciels, gages de marges élevées, ont eux aussi bondi de 20 %. Ces abonnements représentent désormais 31 %

## NEDAP



**Cours** : 67,00 euros  
**Ticker** : NEDAP NA  
**Code ISIN** : NL0000371243  
**Marché** : Euronext Amsterdam  
**Capit. boursière** : 448,4 millions EUR  
**C/B 2023** : 18,5  
**C/B attendu 2024** : 16  
**Perf. cours sur 12 mois** : +18 %  
**Perf. cours depuis le 01/01** : + 5 %  
**Rendement du dividende** : 4,5 %

du chiffre d'affaires de l'entreprise, contre 17 % et 13 % en 2017 et en 2014. La tendance joue résolument en faveur d'un investissement dans la société néerlandaise,

dont le bénéfice par action pourrait avoir dépassé 3,60 euros en 2023 (+25 %). L'entreprise estimant que tous les membres de son personnel doivent pouvoir être actionnaires, elle a créé, en 2010, la Stichting Medewerkerparticipatie Nedap (fondation pour la participation du personnel). La grande majorité des salariés détient donc des titres Nedap. Quant à ceux dont Ruben Wegman, le CEO, est titulaire, leur valeur tourne autour de 2,5 millions d'euros. Ce qui ne peut que motiver à toujours faire mieux.

## Conclusion

Compte tenu du très bon positionnement de Nedap sur le marché, de l'accent qu'elle met sur la numérisation et l'automatisation et de ses investissements substantiels dans la recherche et développement ces dernières années (18 % du chiffre d'affaires en 2021 et en 2022), les perspectives de croissance demeurent réelles. Sachant que la marge d'Ebit (bénéfice d'exploitation/chiffre d'affaires) pourrait avoir atteint 14 % en 2026, un bénéfice de cinq euros par action nous semble envisageable. Si nous ajoutons à cela une valorisation de 17 fois à peine le bénéfice escompté, nous arrivons à un cours de 85 euros d'ici quelques années. Nous ne pouvons que recommander le titre. **T**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE  
 LE 16 FÉVRIER

