



Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50€/min.)  
le vendredi de 9:30 - 12:30

20 novembre 2015 - n° 47B

43e année

Antwerpen

P509536

Paraît 2 fois par semaine

# L'Initié

## DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

### Sommaire

#### ACTIONS ..... 2-5

EVS

Jensen Group

Syngenta

Potash Corp

#### CHECK-LIST B ..... 6

Hors Europe

#### FLASH ..... 7

Royal Dutch Shell

#### DÉRIVÉS ..... 8

Miser sur El Niño au moyen d'ETF (III)

#### MARCHÉ EN GRAPHIQUES ..... 9

Agfa-Gevaert

Bekaert

bpost

Galapagos

#### OPTIONS ..... 10

ArcelorMittal

#### QUESTIONS DES LECTEURS ..... 10-11

D'leteren

Black Earth Farming

#### PORTEFEUILLE ..... 12

Vale

### Index d'actions

Agfa-Gevaert	9
ArcelorMittal	10
Bekaert	9
Black Earth Farming	11
bpost	9
D'leteren	10
EVS	2
Galapagos	9
Jensen Group	3
Potash Corp	5
Royal Dutch Shell	7
Syngenta	4
Vale	12

## Fed et BCE : un jeu opposé

Sur les marchés financiers, quand il pleut sur une région du monde, quelques gouttes finissent toujours par tomber sur les autres continents. Plus que jamais, les marchés évoluent en effet en parallèle, et suivent une orientation globalement similaire. Dans ce contexte, l'année 2016 risque d'être intéressante car la politique monétaire des (principales) banques centrales n'évolue, elle, pas du tout dans le même sens.

Le monde anglo-saxon (*Federal Reserve* et *Bank of England*) fut le premier à lancer le programme d'assouplissement quantitatif (QE) dans le but de réanimer son économie. La *Bank of Japan* lui a emboîté le pas, puis, cette année, la *Banque centrale européenne* (BCE). Alors qu'au même moment le processus de *tapering* (allègement du QE) était finalisé aux Etats-Unis.

La littérature financière ne parle plus désormais que de la divergence des politiques monétaires entre le monde anglo-saxon d'une part et le Japon et l'Europe d'autre part. Car comme nous l'avons déjà expliqué dans de précédentes éditions, nous sommes à l'aube d'un resserrement monétaire aux Etats-Unis, et le Royaume-Uni suivra très probablement juste après. Ce, alors que le président de la BCE *Mario Draghi* ne manque pas une occasion d'affirmer son intention de prendre de nouvelles mesures de soutien et que le Japon, qui connaît sa quatrième année consécutive de récession, n'a certainement pas davantage le projet de relever ses taux à court terme.

### Un moment historique

Cela fait plus de 21 ans que cette situation ne s'était plus présentée. En mai 1994, *Alan Greenspan* relevait les taux de base américains de 3 à 3,5 %, tandis que le président de la *Bundesbank* alle-

mande *Hans Tietmeyer* (la BCE et l'euro n'existaient pas encore ; l'Allemagne menait la danse en termes de formation de taux au niveau européen) abaissait le taux de base allemand de 5 à 4,5 %. *Greenspan* voulait contenir l'inflation alors que *Tietmeyer* s'était fixé l'objectif de relancer son économie. Tous deux souhaitaient néanmoins un raffermissement du dollar par rapport aux diverses monnaies européennes.

De l'avis de la plupart des observateurs de marché, la courbe de taux américaine va s'aplanir et le dollar évoluer à la hausse vers la parité et partant, les actions européennes sont à préférer à leurs homologues américaines. La situation de 1994 a déjà démontré qu'il n'est pas toujours simple d'anticiper la réaction du marché vis-à-vis du dollar. Il y a vingt ans, il avait fallu attendre plus d'une année complète pour que le billet vert amorce enfin une hausse – qui durerait plusieurs années – face aux devises européennes.

L'évolution des taux est intéressante, particulièrement celle des taux longs. Si le taux long US progresse de manière tendancielle, il serait intéressant de savoir si l'Europe suivra le mouvement. En règle générale, les *Treasuries* dictent la tendance. Vu le contraste dans les politiques monétaires et l'objectif de la BCE de maintenir les taux longs également à faible niveau, ces derniers pourraient bien connaître une évolution divergente l'an prochain. On pourrait alors se demander si les fonds afflueront ou non vers les Etats-Unis dans ce scénario, une évolution que la hausse des marchés (boursiers) européens pourrait freiner. Nous avons donc franchi une nouvelle étape : la phase expérimentale de la politique monétaire (lire : jamais tentée) depuis la crise financière de 2008. ■

## Actions belges

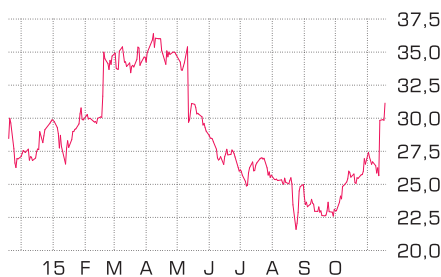
MÉDIAS

**EVS**

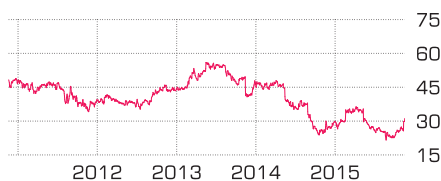


**B**ien qu'EVs occupe une position unique dans le secteur du commentaire sportif en direct, l'entreprise a déçu les actionnaires ces 18 derniers mois. Sa position de marché enviable lui permet de réaliser des marges bénéficiaires très élevées. L'inconvénient est que ce marché n'est pas énorme, et que la part de marché du groupe ne pourra jamais plus connaître d'augmentation spectaculaire. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle il tente depuis quelque temps de grappiller des parts de marché dans le segment de l'Entertainment, News & Media (ENM). Ce marché est quatre fois plus grand, mais pour l'instant, EVs n'est parvenu à s'en approprier qu'une poignée de pour cent. Cet accent sur le commentaire sportif en direct lui confère un profil spécifique : il réalise ses pics de chiffre d'affaires (CA) lors des grands événements sportifs. A cette occasion, EVs peut en effet louer beaucoup de matériel supplémentaire. Pourtant, l'exercice 2014 ne fut pas du tout de bonne facture pour l'entreprise liégeoise. L'an dernier, son CA s'est accru de seulement 1,8%, à 131,4 millions EUR. Mais si l'on en filtre les revenus locatifs liés aux Jeux olympiques russes et à la Coupe du Monde de Football au Brésil, de même que les fluctuations de cours, l'image

### EVS BROADCAST EQUIPMENT



**Cours:** 31,14 EUR  
**Ticker:** EVS Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0003820371



s'inverse et le repli ressort à 8,9%. A cela s'ajoute le fait que la marge opérationnelle (marge d'EBIT) est sous pression depuis déjà un certain temps en raison des lourds investissements consentis en technologie. Le repli de cette même marge ressort, pour l'ensemble de l'exercice 2014, à 240 points de base (2,4%), de 37,5 à 35,1%, compte tenu d'une baisse du bénéfice opérationnel (EBIT), au cours de la période comprise entre janvier et décembre, de 48,4 à 46,1 millions EUR (-4,8%). La faible performance de l'an dernier n'augurait rien de bon pour l'année impaire 2015. Même sans tenir compte des revenus locatifs et des fluctuations de cours, le CA de la période comprise entre janvier et septembre a reculé de 21,1% (de 86,6 à 68,3 millions EUR) par rapport à la même période en 2014. Compte tenu des investissements continus dans la technologie, l'EBIT

a reculé de 37,2 à seulement 14,6 millions EUR, soit une érosion de la marge d'EBIT de 36,9 à 19,3%. Le bénéfice net s'est dès lors effondré, de 27,3 à 10,3 millions EUR, ou par action de 2,02 à 0,76 EUR. La CEO *Muriel De Lathouwer* a pourtant confirmé ce qu'elle avait suggéré lors des chiffres semestriels : le carnet de commandes est mieux garni. Au 31 octobre, il totalisait 31,4 millions EUR, soit une augmentation de 66,1% par rapport à la même période un an plus tôt. Cela permet à la direction, malgré le faible 1<sup>er</sup> semestre, de relever les prévisions annuelles de CA à 110 - 115 millions EUR, ce qui suppose un 2<sup>e</sup> semestre nettement meilleur que le premier. Traditionnellement, EVs est un généreux payeur de dividende, avec 2,16 EUR de dividende brut par action pour 2013 et 2 EUR pour 2014. On attendait donc de connaître, avec les résultats du 3<sup>e</sup> trimestre, le dividende intérimaire. Le versement à ce titre de 0,5 EUR (payable au 25/11) nous suggère un dividende brut de 1 EUR pour l'ensemble de l'année (intérimaire + final) 2015 (3,4% de rendement de dividende attendu). ■

### Conclusion

*Nous avons enfin la confirmation que le creux du cycle est derrière nous. EVs occupe toujours une position de marché solide grâce à une technologie supérieure. C'est pourquoi nous réitérons notre conseil positif et intégrons l'action en Sélection.*

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

### RTL GROUP



**Cours:** 82,70 EUR  
**Ticker:** RTL Bruxelles  
**Code ISIN:** LU0061462528



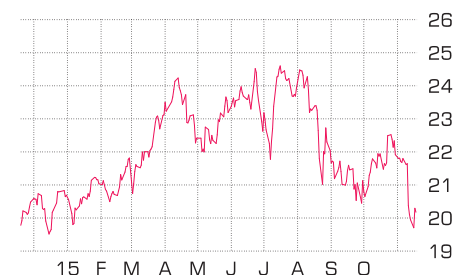
### TF1



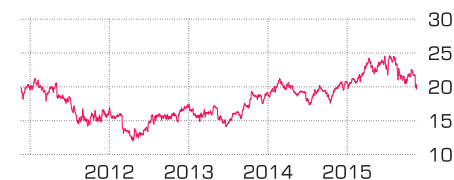
**Cours:** 11,70 EUR  
**Ticker:** TFI Paris  
**Code ISIN:** FR0000054900



### VIVENDI



**Cours:** 20,18 EUR  
**Ticker:** VIV Paris  
**Code ISIN:** FR0000127771



## Actions belges

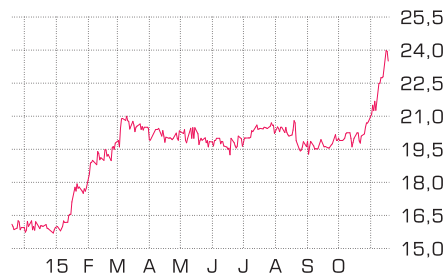
INDUSTRIE

### Jensen Group

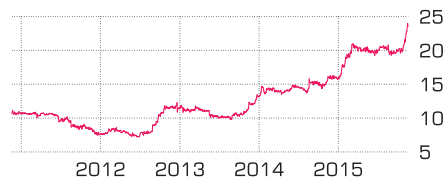


Après les prévisions en demi-teinte annoncées lors de la publication des résultats semestriels, le trading update pour le 3<sup>e</sup> trimestre est une bonne surprise. Le 1<sup>er</sup> semestre fut excellent mais la direction s'était montrée plus prudente pour le second en août. Le carnet de commandes était en effet bien moins garni au 30 juin. Si l'on tient compte des produits finis et biens en production, la réserve de travail est de 14% inférieure à son niveau de 12 mois plus tôt. Fin septembre, le tableau est encore différent. Le carnet de commandes est de 7,6% supérieur à ce qui prévalait à la même période en 2014. Si l'on tient compte des produits finis et biens en production, nous en sommes à peu près au même niveau que l'an dernier. Ce qui démontre naturellement une nette amélioration de la situation. Le CA du 3<sup>e</sup> trimestre est ressorti à 67,6 millions EUR, soit 7,3% de plus qu'au cours de la période comprise entre juillet et septembre de l'an dernier. A l'occasion des résultats semestriels et sur la base du carnet de commandes moins garni, la direction s'était contentée en août de prévoir « un chiffre d'affaires supérieur » en 2015 en rythme annuel. Dans son trading update pour le 3<sup>e</sup> trimestre, le groupe est nettement plus positif : « les reve-

#### JENSEN GROUP



♦ **Cours:** 23,50 EUR  
♦ **Ticker:** JEN Bruxelles  
♦ **Code ISIN:** BE0003858751



nus de l'ensemble de l'exercice seront nettement supérieurs à ceux de l'an dernier. » Le contraire serait d'ailleurs étonnant, puisqu'après neuf mois, le chiffre d'affaires (CA) du groupe totalise 218,2 millions EUR, soit pas moins de 34 millions EUR ou 18,5% de plus qu'entre janvier et septembre l'an dernier. C'est aussi déjà 91% du CA total de l'an dernier (239,6 millions EUR). Il est vrai cependant que le CA avait progressé d'un notable 24,3% à la moitié de l'année, à 150,6 millions EUR. Le cash-flow opérationnel (EBITDA) a augmenté dans une plus grande mesure encore, de 31,3%, à 16,9 millions EUR (2,16 EUR par action). Le résultat opérationnel (EBIT) des six premiers mois s'élève à 13,57 millions EUR, soit une hausse de 13,6%. Une conséquence d'un taux d'activité plus élevé. Le résultat net est ressorti à 9,3 millions EUR (1,19 EUR par action),

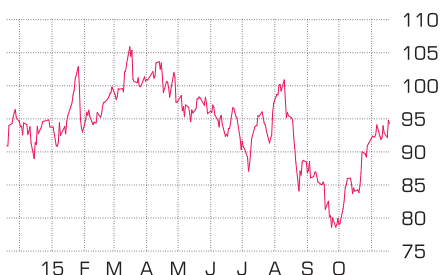
ce qui correspond à une hausse de 14,4% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2014. Notons que dans le cadre du programme de rachat d'actions propres, aucune action n'a été rachetée sur les 9 premiers mois de l'année. Pas moins de 800.300 titres ou 10% du total peuvent être rachetés sur la période jusqu'au 4 octobre 2017. Fin 2014, le compteur affichait déjà 183.969 titres ou 23% du total. Nous sommes au même niveau fin septembre 2015. La famille danoise est l'actionnaire de référence de Jensen Group et contrôle la société cotée par l'intermédiaire de *Jensen Invest* (51,7%). La cotation en Bourse est un fait « historique ». Jensen Group s'échange uniquement sur le NYSE Euronext Bruxelles et a dès lors plutôt le statut de « small cap », avec la faible liquidité qui en découle. Jensen connaît du reste un seul concurrent au niveau mondial, le groupe allemand *Kannegieser*, qui n'est même pas coté. ■

#### Conclusion

*Jensen Group est une société de premier ordre active dans un marché de niche. Le trading update pour le 3<sup>e</sup> trimestre est une agréable surprise qui a permis une envolée du cours. A 14 fois le bénéfice attendu pour 2015 et 13 fois celui de 2016, l'action n'a pas une valorisation excessive.*

**Conseil:** conserver  
**Risque:** faible  
**Rating:** 2A

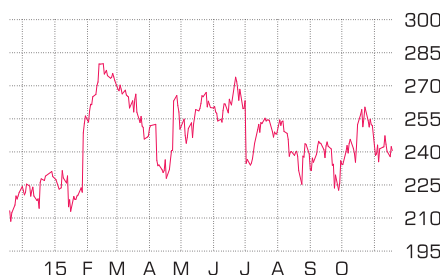
#### SIEMENS



♦ **Cours:** 94,25 EUR  
♦ **Ticker:** SIE Xetra  
♦ **Code ISIN:** DE0007236101



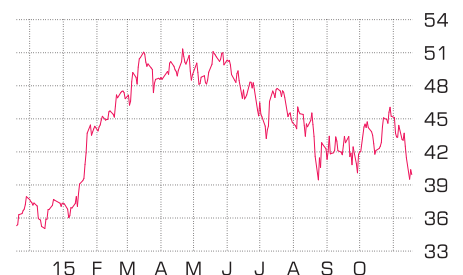
#### ELECTROLUX



♦ **Cours:** 240,60 SEK  
♦ **Ticker:** Stockholm  
♦ **Code ISIN:** SE0000103814



#### ACCOR



♦ **Cours:** 39,94 EUR  
♦ **Ticker:** AC Paris  
♦ **Code ISIN:** FR0000120404



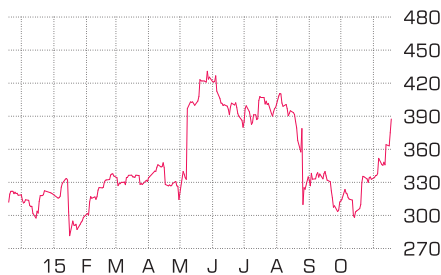
## Actions européennes

### AGRICULTURE Syngenta



Le 26 août dernier, le concurrent américain *Monsanto* a supprimé l'offre pourtant alléchante de 47 milliards USD ou 470 CHF par action sur Syngenta. La direction du géant suisse des semences et des produits phytosanitaires avait une nouvelle fois fermé la porte aux négociations. Les actionnaires déçus ont ensuite poussé le CEO *Mike Mack* vers la sortie. Pour autant, la tranquillité n'est pas revenue, et Syngenta fait toujours l'actualité. *Monsanto* envisage même de lancer une nouvelle offre (la troisième !) sur Syngenta, comme cela a été annoncé par la direction. Une réaction (de panique ?) à l'intérêt porté par des concurrents aux Suisses ? Selon plusieurs sources en effet, *China National Chemical Corp*, que l'on connaît mieux ici sous le nom de *ChemChina*, aurait lancé une offre de 41,7 milliards USD ou 449 CHF par action. En mars, *ChemChina* a fait parler de lui en Europe, lorsqu'il a racheté sa part dans le spécialiste italien des pneumatiques *Pirelli* à son actionnaire de référence. Cette fois, des négociations seraient en cours qui pourraient déboucher sur un accord dans les prochaines semaines. Pour *ChemChina*, numéro 7 mondial de son secteur, ce rapprochement poserait moins de problèmes au niveau des autorités de la concurrence.

#### SYNGENTA



**Cours:** 387,50 CHF  
**Ticker:** Zurich  
**Code ISIN:** CH0011037469



*ChemChina* a une part de marché mondiale de 5%, contre 19% pour Syngenta et 8% pour *Monsanto*. Mais les Chinois n'ont pas encore emporté la mise pour autant, même si la croissance du secteur agricole est cruciale pour eux. Apparemment, plusieurs obstacles subsistent. Un autre grand groupe américain, *du Pont de Nemours*, intégré au top 100 des plus grandes entreprises mondiales, serait lui aussi intéressé. La plus grande acquisition réalisée par *du Pont* (7,7 milliards USD) en 1999 était précisément *Pioneer Hi-Bred*, qui appartient aux plus grands du secteur des semences et de la protection phytosanitaire aux côtés de *Monsanto* et de Syngenta. Après plusieurs années marquées par la faiblesse des prix des matières premières agricoles, les revenus des agriculteurs sont cependant sous pression, en témoignent les résultats de l'import

tante branche agriculture de *du Pont*. Récemment, ce constat a d'ailleurs coûté sa place à la CEO *Ellen Kullman*, qui dirigeait pourtant l'entreprise depuis longtemps. Son successeur *Ed Breen* semble ne pas se contenter de réduire les coûts. Selon le *Wall Street Journal*, des négociations seraient en cours entre *du Pont* et Syngenta au sujet d'une possible fusion de l'entreprise suisse avec la branche agricole de *du Pont*. Rien n'est fait, mais le récent départ des deux CEO, sous la pression des actionnaires, ouvre une porte sur une discussion au sujet d'une collaboration. Dans le secteur, il semblerait qu'une consolidation soit de plus en plus nécessaire. ■

#### Conclusion

*Le cours a bien sûr réagi positivement, pour s'éloigner encore de son plus-bas annuel de septembre. Pour autant, l'euphorie n'est pas de rigueur ; les actionnaires ont déjà nourri d'importants espoirs sur la précédente transaction annoncée, et ont été déçus. Indépendamment d'un possible accord, nous nous félicitons d'avoir récemment relevé notre participation. Nous continuons d'anticiper une hausse de cours dans les prochains mois.*

**Conseil:** digne d'achat  
**Risque:** faible  
**Rating:** 1A

#### MONSANTO COMPANY



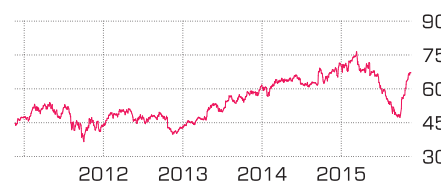
**Cours:** 96,13 USD  
**Ticker:** MON NYSE  
**Code ISIN:** US61166W1018



#### DUPONT E I NEMOURS & CO



**Cours:** 67,10 USD  
**Ticker:** DD NYSE  
**Code ISIN:** US2635341090



#### BASF



**Cours:** 76,35 EUR  
**Ticker:** BAS Xetra  
**Code ISIN:** DE000BASF111



## Actions mondiales

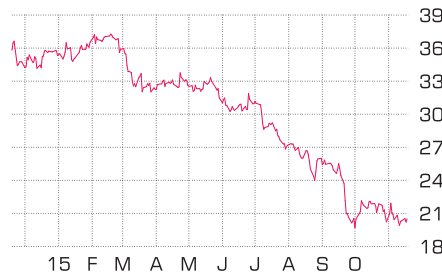
AGRICULTURE

### Potash Corp

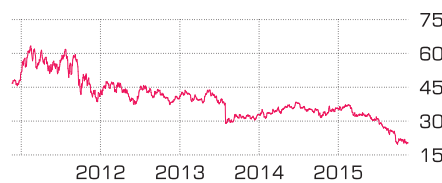


Après l'échec de la tentative de reprise du groupe allemand K+S, le géant canadien des engrais s'en retourne à ses affaires courantes. Et celles-ci ne sont pas florissantes. Au 3<sup>e</sup> trimestre, son chiffre d'affaires (CA) a reculé de 7% par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2014, à 1,53 milliard USD. Après neuf mois, le recul du CA totalise donc 5,5%. Au 3<sup>e</sup> trimestre, le bénéfice net s'est élevé à 282 millions USD ou 0,34 USD par action, contre un consensus des analystes à 0,38 USD par action (le chiffre de l'an dernier). Après neuf mois, le bénéfice net affiche un recul de 1,13 à 1,07 milliard USD, ou de 1,33 à 1,28 USD par action. La division Engrais azotés accuse, sur la même période, un repli de 27,3% de son bénéfice (brut), à 564 millions USD. Dans la division Phosphates, plus petite, le bénéfice (brut) a progressé de 33,3%, à 180 millions USD. Le pôle Potasse, avec 294 millions USD (-0,3%), a contribué à hauteur de 58,2% au bénéfice brut total, et après neuf mois, a produit 1,14 milliard USD de bénéfice brut (+15,1%), soit 60,4% du total. Le prix de vente moyen par tonne a cependant reculé de 281 USD à 250 USD (surtout en raison de l'Amérique du Nord), et ressort après neuf mois à 270 USD, contre 264 USD en 2014. Par rapport au volume presque

#### POTASH CORP.



**Cours:** 20,50 USD  
**Ticker:** POT NYSE  
**Code ISIN:** CA73755L1076



record de 9,3 millions de tonnes en 2014, la fourchette attendue de volumes pour 2015 a été abaissée à 9 à 9,2 millions de tonnes (contre 9,2 à 9,7 millions de tonnes), et la fourchette de bénéfice prévue par action est passée de 1,75 à 1,95 USD à 1,55 à 1,65 USD. La fermeture prévue de la mine *Penobsquis* à New Brunswick a été anticipée à fin novembre. En conséquence, la capacité de production annuelle disponible a reculé au niveau du groupe de 800.000 tonnes, de 10,9 à 10,1 millions de tonnes, dans l'attente de l'ouverture en 2016 de la nouvelle mine *Picadilly*, moins coûteuse, à New Brunswick, d'une capacité de 2 millions de tonnes. L'an prochain, l'important projet d'extension à *Rocanville* (3,1 millions de tonnes supplémentaires) partira en production, et c'est le dernier projet du plan d'investissement de la décennie écoulée. Cette

extension a le coût de production le plus faible du groupe : entre 40 et 45 USD la tonne. Le budget d'investissement de 1,2 milliard USD en 2015 baissera l'an prochain de 300 millions USD et fluctuera à partir de 2017 entre 600 et 800 millions USD. Malgré le contexte de prix difficile, le dividende brut royal (1,52 USD par action, soit un rendement brut de 7,6%) semble dès lors assuré. Au niveau mondial, la hausse attendue de la capacité de production annuelle de 10 millions de tonnes d'ici à 2020 est en ligne avec la croissance escomptée de la demande (+2,5% à 3% en moyenne par an). Pour 2015, Potash Corp table sur une demande mondiale totale de quelque 59 millions de tonnes, soit moins que sur l'année record 2014 (63 millions de tonnes), mais le chiffre le plus élevé de son histoire. ■

#### Conclusion

*PotashCorp affiche un rapport cours/bénéfice de 13,1 (dans le bas de la fourchette de bénéfice attendue pour 2015) et une valeur d'entreprise (EV) représentant 7,8 fois le cash-flow opérationnel (EBITDA) 2015, ce qui est largement inférieur aux moyennes à 10 ans de respectivement 24,9 et 15 fois. Vu les excellentes perspectives à terme, nous continuons de croire à une forte hausse de cours et conservons donc la position en portefeuille.*

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

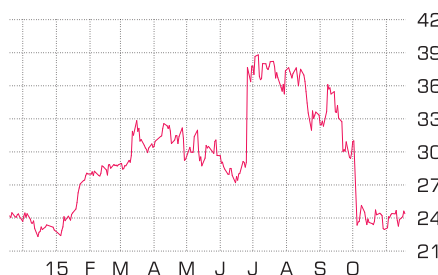
#### MOSAIC COMPANY



**Cours:** 31,95 USD  
**Ticker:** MOS NYSE  
**Code ISIN:** US61945C1036



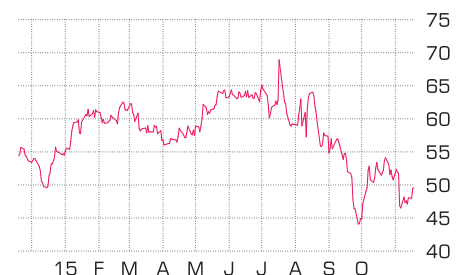
#### K + S AG



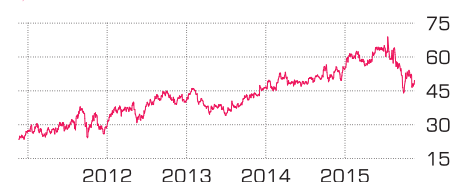
**Cours:** 24,39 EUR  
**Ticker:** SDF Xetra  
**Code ISIN:** DE000KSAG888



#### CF INDUSTRIES



**Cours:** 49,58 USD  
**Ticker:** CF NYSE  
**Code ISIN:** US1252691001



# Check-list Monde

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

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

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

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

cours plus haut et plus bas des 12 derniers mois

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

rendement sur la base du dernier bénéfice distribué

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

\* nouveau conseil

	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	91,27	USD	NASD	91,88	68,98	44,1	32,4	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	26,35	USD	NYSE	34,89	21,00	50,7	50,7	1,2	1C	Digne d'achat
Alcoa	8,41	USD	NYSE	17,75	7,81	14,0	14,3	1,5	2B	Conserver/attendre
Alphabet	747,39	USD	NASD	769,08	490,91	25,8	21,9	0,0	3B	Vendre
Anfield Nickel	0,63	CAD	TOR	0,96	0,62	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	117,29	USD	NASD	134,54	92,00	12,0	11,1	1,8	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	37,41	USD	NYSE	53,91	37,14	13,3	11,7	2,9	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,45	AUD	ASE	1,69	1,20	72,2	20,6	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	7,23	USD	NYSE	13,70	5,91	17,6	12,7	1,1	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	136,22	USD	NYSE	155,36	125,50	19,1	16,5	0,0	2A	Conserver
Blackberry	10,15	CAD	TOR	15,10	7,99	-19,2	-20,3	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	148,28	USD	NYSE	158,83	115,14	18,1	15,9	2,5	3B	Vendre
Cameco	12,36	USD	NYSE	19,97	11,60	13,6	9,4	2,4	1C	Digne d'achat
Caterpillar	65,22	EUR	PAR	84,45	56,37	14,2	17,7	4,2	2B	Conserver/attendre
CF Industries	49,58	USD	NYSE	70,32	43,85	12,3	11,1	2,5	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	27,12	USD	NASD	30,31	23,03	11,8	11,1	3,0	2B	Conserver
Coca Cola	42,28	USD	NYSE	45,00	36,56	21,2	20,4	3,0	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	2,50	USD	NYSE	7,45	2,40	-3,7	-4,7	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	3,82	USD	NYSE	10,14	2,59	17,4	5,5	3,0	1B	Digne d'achat
Cresud	12,68	USD	NASD	15,17	8,90	-28,8	140,9	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	74,52	USD	NYSE	98,23	71,85	13,7	17,0	3,1	1A	Digne d'achat
Disney (Walt)	118,14	USD	NYSE	122,08	88,75	20,9	19,1	1,1	3B	Vendre
Dupont De Nemours	62,86	EUR	PAR	76,00	40,00	22,8	19,2	2,4	2B	Conserver
Ebay Inc	28,75	USD	NASD	29,69	22,11	15,7	14,6	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	83,65	USD	NYSE	92,85	66,56	24,5	22,8	2,5	2A	Conserver/attendre
Encana	8,42	USD	NYSE	19,05	5,55	-36,6	210,5	3,6	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	80,74	USD	NYSE	97,20	66,55	20,5	19,3	3,7	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	105,39	USD	NASD	110,65	72,00	48,8	37,1	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	162,81	USD	NYSE	185,19	130,01	15,3	13,3	0,6	3B	Vendre
First Quantum Minerals	5,24	CAD	TOR	20,05	4,52	29,1	8,1	1,2	2C	*Conserver/attendre
First Solar Inc	52,83	USD	NASD	65,50	39,18	12,0	13,7	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	14,46	USD	NYSE	16,74	10,44	8,9	7,6	4,1	3B	Vendre
Franco-Nevada	63,56	CAD	TOR	74,10	49,96	83,6	75,7	1,6	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	8,77	USD	NYSE	29,92	7,76	-	8,9	2,3	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,20	CAD	TOR	0,86	0,16	-9,8	-9,8	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	30,52	USD	NYSE	30,90	19,37	23,3	20,1	3,1	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	36,46	USD	NYSE	38,99	24,62	7,7	6,8	4,1	3B	Vendre
Gold Fields	2,17	USD	NYSE	6,01	2,06	24,1	13,6	0,7	1C	Digne d'achat
Hewlett Packard	13,64	USD	NYSE	18,66	11,03	7,9	8,2	5,3	3B	Vendre
Imgold	1,94	CAD	TOR	4,09	1,50	-4,3	-5,7	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	135,82	USD	NYSE	176,30	131,65	9,1	9,0	3,7	1B	Digne d'achat
ICBC	12,15	USD	OTC	18,10	11,00	5,0	4,9	5,6	2B	Conserver/attendre
Intel	33,16	USD	NASD	37,90	24,87	14,9	14,1	3,0	2B	Conserver/attendre
Itau Unibanco Holding	7,66	USD	NYSE	16,14	6,01	7,7	7,9	3,0	1B	Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	1,82	USD	NYSE	3,71	1,35	-22,8	-45,5	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,09	CAD	TOR	0,21	0,06	-8,5	-8,5	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	13,49	USD	ARCX	23,22	12,62	-	-	0,6	1B	Digne d'achat
MasterCard	99,16	USD	NYSE	101,76	74,61	29,5	25,4	0,6	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	112,53	USD	NYSE	114,99	87,50	23,1	21,0	3,2	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	50,50	EUR	PAR	56,34	42,62	14,2	13,4	3,4	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	53,85	USD	NASD	54,98	39,72	19,4	17,3	2,6	3A	Vendre
Monsanto Company	96,13	USD	NYSE	126,00	81,22	17,9	15,1	2,3	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	31,95	USD	NYSE	53,83	29,61	10,9	10,9	3,5	1B	Digne d'achat
Motorola Solutions Inc	71,98	USD	NYSE	71,57	56,40	21,9	18,3	2,0	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	17,63	USD	NYSE	27,90	15,39	15,1	21,2	0,6	1B	Digne d'achat
Nike	125,78	USD	NYSE	133,52	90,69	29,3	25,6	0,8	2B	Conserver
Novo Nordisk	54,38	USD	NYSE	60,34	41,72	27,7	23,5	1,0	2A	Conserver/attendre
Pan American Silver	6,76	USD	NASD	12,05	5,85	-12,5	-16,1	2,9	1B	Digne d'achat
Peabody Energy	12,89	USD	NYSE	177,32	11,75	-0,4	-0,5	0,0	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	100,27	USD	NYSE	103,44	76,48	22,0	20,7	2,9	2A	Conserver/attendre
Petrobras	5,07	USD	NYSE	11,13	3,72	8,4	5,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	33,31	USD	NYSE	36,46	28,47	15,4	14,1	3,4	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	20,50	USD	NYSE	37,60	19,47	9,6	9,6	7,2	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	75,90	USD	NYSE	93,89	65,02	20,2	17,9	3,5	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	51,78	USD	ARCX	64,45	51,04	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	20,58	USD	ARCX	23,89	20,33	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	48,00	USD	NASD	75,72	49,92	11,6	9,9	3,6	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	3,52	CAD	TOR	5,30	2,88	-50,3	-352,0	0,0	1C	Digne d'achat



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Schlumberger	78,55	USD	NYSE	99,21	66,57	23,2	28,3	2,5	2A	Conserver/attendre
Silver Wheaton	12,68	USD	NYSE	24,22	11,03	17,6	14,4	1,6	2B	Conserver/attendre
Sociedad Quimica y Minera	17,83	USD	NYSE	28,32	12,65	15,2	13,4	6,0	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	102,43	USD	ARCX	125,58	101,98	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	212,52	USD	NASD	286,65	181,40	-178,6	120,8	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,31	USD	NYSE	2,07	0,30	-1,2	-5,1	0,0	1C	Digne d'achat speculatif
Transocean Inc	14,70	USD	NYSE	26,66	11,26	3,9	24,1	0,0	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	8,91	USD	NYSE	12,14	7,56	-	-	0,2	1C	Digne d'achat
Twitter	25,90	USD	NYSE	53,49	21,01	74,0	44,7	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,17	CAD	TOR	5,75	4,82	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	3,90	USD	NYSE	9,55	3,75	65,0	21,7	2,3	1B	Digne d'achat
Vasco Data	20,82	USD	NASD	35,00	15,00	18,3	24,2	0,0	1B	Digne d'achat
Vertex Pharmaceuticals	133,26	USD	NASD	143,45	97,45	-65,3	45,5	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	60,93	USD	NYSE	90,97	56,30	13,5	14,7	3,4	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	20,53	USD	OTC	25,56	17,41	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	32,98	USD	NASD	52,62	27,20	55,9	56,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Yingli Green	0,73	USD	NYSE	3,08	0,33	-0,5	-1,5	0,0	3C	Vendre
Yum! Brands	71,12	USD	NYSE	95,90	66,35	22,4	20,0	2,7	2A	Conserver/attendre

## Flash

### ROYAL DUTCH SHELL

## Pour le dividende

**A** la lecture des résultats trimestriels du géant pétrolier britannique-néerlandais, c'est avant tout la perte nette élevée qui saute aux yeux. Royal Dutch Shell a en effet plongé dans le rouge à hauteur de 7,42 milliards USD, alors que le groupe avait enregistré un bénéfice de 4,61 milliards USD il y a un an. Cette perte est imputable à une longue série de dépréciations d'actifs et de réserves. Le groupe qui avait déjà cessé son activité de forage pétrolier en Alaska, s'est aujourd'hui totalement retiré de la région après y avoir investi 7 milliards USD. Shell a également abandonné le projet de sables pétrolifères de Carmon Creek dans la province canadienne de l'Alberta, ce qui a donné lieu à une dépréciation de plus de 2 milliards USD. On peut encore y ajouter des réductions de valeur sur de nombreux actifs liés au pétrole et au gaz de schiste en Amérique du Nord à la suite de la baisse des cours de ces deux matières premières. Hors éléments uniques et variations de la valeur des réserves, le bénéfice sous-jacent a également baissé de 70%, à 1,77 milliard USD. L'ampleur des dépréciations montre surtout que le géant veut faire place nette pour l'exercice 2016. Le prochain exercice sera en effet crucial pour le plus grand groupe pétrolier européen, avec l'acquisition prévue de *BG Group*. Pour les groupes énergétiques intégrés, il est actuellement moins cher d'acheter des réserves que de les développer soi-même via l'exploration. L'échec des

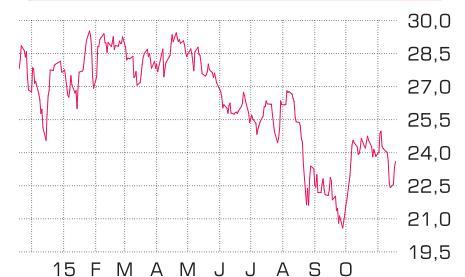
projets coûteux de Shell en est l'illustration parfaite. *BG Group* est surtout performant dans le gaz naturel liquide ou GNL. Il dispose également de réserves pétrolières au large des côtes brésiliennes. La transaction pourrait être finalisée au début de l'an prochain. Au départ, un prix de 70 milliards USD avait été convenu pour *BG*. Le montant a entretemps beaucoup baissé parce que 70% de la transaction sera payée en actions. La valeur de *BG* est ainsi retombée à environ 59 milliards USD. Au 3<sup>e</sup> trimestre, le bénéfice net de *BG* a plongé de 63% à 280 millions USD. Le groupe britannique a cependant relevé ses prévisions de production pour 2015 : elles s'établissent désormais entre 680.000 et 700.000 barils d'équivalent pétrole par jour. Le *break-even* opérationnel de Shell fluctue autour de 60 USD, alors que le prix reçu moyen dépasse à peine les 45 USD. Les activités *upstream* (exploration et production) ont enregistré une perte de 425 millions USD au 3<sup>e</sup> trimestre, contre un bénéfice de 4,3 milliards USD il y a un an. Heureusement, le groupe profite des marges élevées sur le raffinage. Le bénéfice de la division *downstream* a ainsi progressé à 2,6 millions USD contre 1,8 milliard USD l'an dernier. Au terme du 3<sup>e</sup> trimestre, Shell affichait une dette nette de 24 milliards USD. Après l'acquisition, elle dépassera les 50 milliards USD, ce qui portera le taux d'endettement du groupe à environ 25%. Rien d'insurmontable, mais il sera nécessaire de réduire la dette à terme. Le rythme auquel Shell opérera cette réduction dépendra de la vitesse à laquelle les nouveaux projets commenceront à générer des cash-flows positifs. Actuellement, les cash-flows suffisent à peine à couvrir les dépenses d'investissement et à payer le divi-

dende. Shell table sur 3,5 milliards USD de synergies à la suite de l'acquisition de *BG*. Le groupe vendra également pour environ 30 milliards USD d'éléments opérationnels. Toute hausse du prix du pétrole brut de 10 USD par baril engendrera un surcroît de bénéfice de 3,3 milliards USD. ■

### Conclusion

*Malgré le sentiment négatif et la surproduction tenace, le prix du pétrole pourrait rapidement repartir à la hausse en cas de dérapage au Moyen-Orient. En attendant, les investisseurs doivent faire preuve de patience et peuvent se consoler avec un dividende élevé. Celui-ci n'est pas remis en cause. Le rendement élevé de 7,2% (brut) est dès lors le principal argument avec lequel Shell espère maintenir les investisseurs à bord jusqu'à une reprise des marchés du pétrole et du gaz. L'action est intégrée en Sélection.*

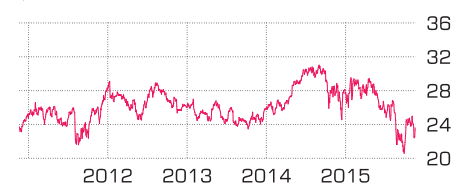
#### ROYAL DUTCH SHELL A



♦ Cours: 23,60 EUR

♦ Ticker: RDSA Amsterdam

♦ Code ISIN: GBO0B03MLX29



Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

## Miser sur El Niño au moyen d'ETF (II)

La semaine dernière, nous avons analysé trois trackers qui reflètent l'évolution du prix d'un panier de matières premières agricoles. Mais le phénomène naturel El Niño peut également avoir un fort impact sur des matières premières individuelles. Nous nous intéressons en l'occurrence à la situation du cacao et du coton.

Le cacao est un cas particulier dans l'univers des matières premières. Au début du mois, son cours a atteint son plus haut niveau en plus d'un an. Avec une ascension de 15%, le cacao enregistre de loin la meilleure performance dans l'indice S&P GSCI des matières premières. Depuis 2012, le prix de la tonne de fèves de cacao a augmenté de moitié, et le sommet de mars 2011 est désormais à portée de main, à 10% seulement du niveau actuel. Environ 70% de la production mondiale de cacao se concentre en Afrique de l'Ouest, plus précisément en Côte d'Ivoire et au Ghana. Selon les prévisions, ces régions ne devraient guère être affectées par El Niño, même si certains scénarios évoquent des conditions plus sèches qu'à l'habitude, et l'on sait que plusieurs récoltes par an ont lieu dans la région. L'impact d'El Niño sera en revanche nettement plus important en Amérique du Sud (Brésil et Équateur) et en Asie (Indonésie et Malaisie), qui prennent à leur compte le restant de la production.

El Niño n'est pas seul responsable de la hausse du prix du cacao. L'an dernier a été marqué par un déficit de 15.000 tonnes, selon l'International Cocoa Organisation (ICCO). Ce déficit pourrait décupler à 150.000 tonnes cette année, sur un marché mondial de 4,35 millions de tonnes. La consommation de cacao augmente partout dans le monde, et principalement en Asie. Ainsi, la consommation moyenne par an et par habitant ne dépasse pas 50 grammes en Chine, contre 2,2 kilos en Europe. L'offre est très fragmentée avec un grand nombre de petits producteurs agricoles. En outre, le secteur est confronté à un sous-investissement chronique. Les récoltes sont dès lors très fluctuantes, en fonction des conditions météorologiques. Les réserves relativement élevées constituent cepen-

dant un matelas.

Deux trackers permettent de miser sur une hausse du cours du cacao :

### iPath Bloomberg Cocoa ETN

Ticker :	NIB
Bourse :	NYSE Arca
ISIN :	US06739H3131
Emission :	juin 2008
Performance depuis le 01/01/2015 :	14,2%
Performance sur 12 mois :	17,3%
Performance sur 3 ans :	34,3%
Volume journalier moyen :	16000
Actifs sous gestion :	23,6 millions USD
Frais annuels de gestion :	0,7%

Ce tracker appartient à la famille de produits iPath de l'émetteur de Barclays. Il s'agit d'une Exchange Traded Note ou ETN (créance subordonnée) venant à échéance en juin 2038. Le tracker reflète la performance du Bloomberg Cocoa Subindex, lequel suit à son tour l'évolution du contrat à terme sur le cacao. On n'investit donc pas dans les contrats à terme proprement dits. Les frais annuels de gestion ont été fixés à 0,7%.

### iPath Pure Beta Cocoa ETN

Ticker :	CHOC
Bourse :	NYSE Arca
ISIN :	US06740P1306
Emission :	avril 2011
Performance depuis le 01/01/2015 :	17,2%
Performance sur 12 mois :	19,6%
Performance sur 3 ans :	39,7%
Volume journalier moyen :	3000
Actifs sous gestion :	9,2 millions USD
Frais annuels de gestion :	0,75%

Ce tracker du même émetteur et de la même famille de produits, mis sur le marché trois ans plus tard que le NIB, est un peu plus sophistiqué dans sa structure. Il s'agit d'une ETN qui vient à échéance en avril 2041. La valeur sous-jacente est l'indice Barclays Capital Pure Beta Cocoa. L'indice reflète l'évolution du cours de plusieurs contrats à terme. Concrètement, le future de référence est actuellement le contrat décembre, mais l'indice sous-jacent de CHOC peut également investir dans des contrats arrivant à échéance en mars, mai, juillet ou septembre. Cette structure a bien entendu été choisie pour compenser le rendement négatif lié au roulement des positions en situation de contango. CHOC est moins liquide que NIB, mais les rendements sont significativement plus élevés.

Le coton présente une situation

quelque peu différente. Depuis l'été 2014, son prix fluctue dans une plage assez étroite comprise entre 60 et 70 centimes de dollar la livre. **El Niño est à la fois une bénédiction et une mauvaise nouvelle pour les producteurs de coton.** L'augmentation prévue des précipitations au Texas est favorable à la production de coton aux États-Unis. La dernière fois que le phénomène météorologique s'est produit, les yields (rendements à l'hectare) ont en tout cas été très élevés. Il en va autrement en Australie et en Inde, où la sécheresse aura une influence négative sur la production. En Inde, deuxième producteur de coton au monde, une saison des moussons décevante pourrait être à l'origine de mauvaises récoltes. Sur le plan mondial, c'est surtout la situation en Chine qui dictera l'évolution de l'industrie du coton. La Chine veut réduire ses réserves de coton historiquement élevées, d'autant que le ralentissement de la croissance économique pèse sur la consommation. De ce fait, les importations chinoises de coton s'établiront cette année à leur plus bas niveau depuis 2002. L'industrie textile locale souffre de la concurrence d'autres pays asiatiques. Selon les prévisions, la Chine deviendra même exportatrice nette de coton avant la fin de la décennie.

### iPath Bloomberg Cotton ETN

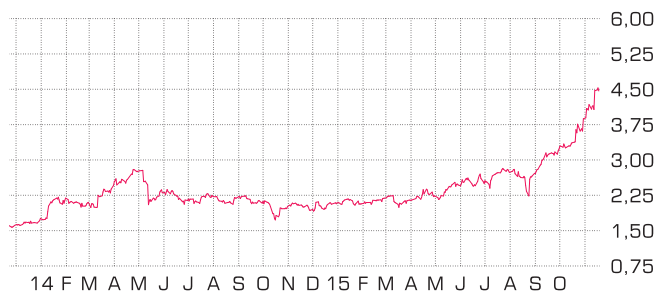
Ticker :	BAL
Bourse :	NYSE Arca
ISIN :	US06739H2711
Emission :	juin 2008
Performance depuis le 01/01/2015 :	0,9%
Performance sur 12 mois :	2,2%
Performance sur 3 ans :	-11,8%
Volume journalier moyen :	11000
Actifs sous gestion :	17,4 millions USD
Frais annuels de gestion :	0,75%

Comme les deux précédents, ce tracker appartient à la famille des produits iPath. Il s'agit à nouveau d'une ETN dont l'échéance est fixée à avril 2038. La valeur sous-jacente est l'iPath Bloomberg Cotton Subindex qui suit l'évolution du cours des contrats à terme sur le coton. Sur papier, l'iPath Pure Beta Cotton ETN (ticker : CTNN), du même émetteur, est une variante de BAL. C'est beaucoup moins le cas dans la pratique vu la liquidité très réduite. ■



## Marché en graphiques

### AGFA-GEVAERT



**Cours:** 4,46 EUR  
**Ticker:** AGFB Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0003755692

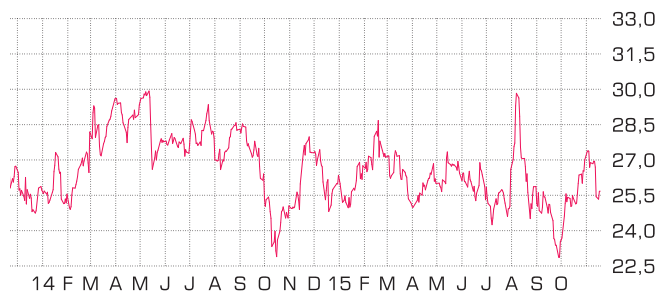
**Conseil:** digne d'achat  
**Risque:** élevé  
**Rating:** 1C

Au 3<sup>e</sup> trimestre de cette année, le groupe a publié de bons chiffres, qui confirment le redressement amorcé précédemment. Le chiffre d'affaires s'est accru de 3,9%, à 661 millions EUR. Cela dit, le directeur Reinaudo a souligné que la croissance avait été principalement soutenue par la faiblesse de l'euro. Le bénéfice net s'est hissé de 9 à 33 millions EUR. Le groupe a réitéré les prévisions précédentes d'un EBITDA récurrent (REBITDA) autour de 10% du chiffre d'affaires. En réaction à ces chiffres, le cours a progressé de 10%. Le graphique d'Agfa-Gevaert est l'un des plus favorables de Bruxelles, et sa tendance demeure haussière.

### Pour tout conseil en placement

☎ 0900/10.507 (0,50EUR/min.)  
 le vendredi de 9:30 - 12:30

### BEKAERT

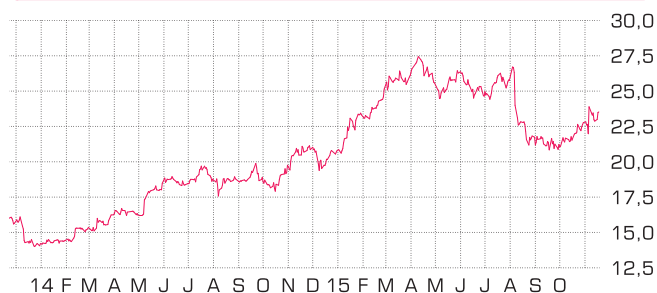


**Cours:** 25,68 EUR  
**Ticker:** BEKB Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0974258874

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

Au 3<sup>e</sup> trimestre, Bekaert a vu son chiffre d'affaires consolidé progresser de 10%, à 898 millions EUR, même si ce chiffre est sensiblement inférieur aux prévisions des analystes. Les acquisitions et effets de change se sont traduits par une hausse de 15%, de sorte que la croissance organique est négative à hauteur de 5%, conséquence, principalement, des prix plus faibles du fil d'acier. Les investisseurs ont apprécié modérément cette actualité décevante, et sanctionné de 5% le cours de Bekaert. Le cours fluctue depuis près de deux ans entre 23 et 30 EUR. Une percée en dehors de cette zone déterminera la nouvelle orientation.

### BPOST

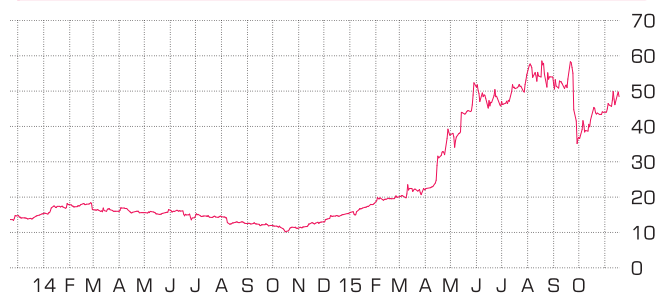


**Cours:** 23,52 EUR  
**Ticker:** BPOST Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0974268972

**Conseil:** digne d'achat  
**Risque:** faible  
**Rating:** 1A

Le groupe postal a annoncé des résultats supérieurs aux prévisions au terme du 3<sup>e</sup> trimestre. Malgré un repli du chiffre d'affaires de 3,3%, à 550,5 millions EUR, le bénéfice « normalisé » a progressé de 15,5%, à 62,1 millions EUR. Le nombre de courriers envoyés par bpost a baissé mais on note la hausse des envois de colis en Belgique de 13,5%, grâce au succès de l'e-commerce et du c2c. Pour l'ensemble de l'exercice 2015, bpost anticipe un repli des échanges de courriers nationaux de 6%, mais une croissance des colis à deux chiffres. L'objectif du groupe est de conserver le dividende. Les résultats ont été salués par un rebond de 10% du cours qui a ensuite reflué à nouveau. La tendance reste haussière, avec un soutien à 21 EUR.

### GALAPAGOS



**Cours:** 48,43 EUR  
**Ticker:** GLPG Amsterdam  
**Code ISIN:** BE0003818359

**Risque:** vendre  
**Rating:** élevé  
**Conseil:** 3C

Sur les neuf premiers mois 2015, la société biotech a rapporté un chiffre d'affaires de 47,2 millions EUR, contre 62,7 millions EUR sur la même période en 2014. La perte sur activités poursuivies est ressortie à 61,4 millions EUR, conséquence de moins de paiements upfront et d'étapes. Galapagos a indiqué cependant que l'augmentation de capital de mai dernier lui permettait aujourd'hui de présenter une trésorerie de 374,4 millions EUR, ce qui est suffisant pour continuer à développer lui-même Filgotinib, contre les rhumatismes. La tendance reste haussière mais à 58 EUR, un double sommet s'est formé. Peut-être un schéma de retournement.

## Combinaisons à la hausse sur ArcelorMittal

Le ralentissement de la croissance en Chine a notamment un impact négatif sur le secteur de l'acier. **ArcelorMittal (4,55 EUR)** est le plus grand aciériste au monde et, comme prévu, son 3<sup>e</sup> trimestre ne fut pas extrêmement solide. La quantité d'acier transporté a ainsi reculé de 2,1 %, à 21,1 millions de tonnes, alors que le chiffre d'affaires (CA) est ressorti à 15,6 milliards EUR en raison de la baisse des prix de l'acier et du minerai de fer, ce qui représente une érosion de 22,3 % par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2014. Le cash-flow opérationnel a reculé à 1,35 milliard USD, soit 29 % de moins qu'à la même période l'an dernier. En termes nets, le groupe a accusé une perte de 711 millions USD, contre un bénéfice net de 179 millions USD au 2<sup>e</sup> trimestre. Le principal coupable est l'amortissement unique de 500 millions USD sur les stocks. Pour 2015, ArcelorMittal a abaissé la fourchette attendue d'EBITDA de 6 à 7 milliards USD à 5,2 à 5,4 milliards USD. Le groupe ne se montre pas pessimiste par rapport à l'évolution de la demande l'an prochain. Dans les derniers mois, le cours d'ArcelorMittal a pris plusieurs raclées. Au niveau

actuel, il capitalise à peine 0,24 fois la valeur comptable, un chiffre historiquement faible, alors que la valeur d'entreprise (EV) s'élève à 5 sur la base du bas de la fourchette des prévisions d'EBITDA pour 2015. Des options sur ArcelorMittal (AM) se négocient sur Euronext Amsterdam et les échanges sont nombreux, ce qui justifie les spreads faibles.

### Spread haussier défensif

**Achat call déc '164 @ 1,32 EUR**

**Emission call déc '166 @ 0,51 EUR**

L'achat du call décembre 2016 au prix d'exercice de 4 coûte 132 EUR, alors que l'émission (= vente) du call 6 ayant la même échéance rapporte 51 EUR. Votre mise totalise donc 81 EUR (132 - 51) et c'est aussi votre perte maximale. Votre break-even, le niveau auquel vous n'actez ni gain ni perte, se situe à 4,81 EUR, soit 6 % au-delà du cours actuel. En cas de cours plus élevé, vous enregistrez une plus-value, et si le cours d'AM s'élève au moins à 6 EUR à l'échéance, vous empochez le gain maximal de 119 EUR ou 147 % de plus que votre mise. Le cours d'AM doit cependant se hisser de 22 % pour que ce soit le cas.

### Emission put

**Emission put déc '164 @ 0,73 EUR**

La prime reçue pour l'émission du put décembre 2016 au prix d'exercice de 4 est énorme : pas moins de 73 EUR pour un contrat standard de 100 titres. Vous n'accusez de perte qu'en cas de cours inférieur à 3,27 EUR, ce qui suppose que vous disposez d'une marge à la baisse de 28 %. Si le cours est supérieur à 4 EUR à l'échéance, la prime est à vous !

### Turbo

**Achat call déc '165 @ 0,84 EUR**

**Emission put déc '164 @ 0,73 EUR**

Pour ce turbo, vous tirez la quasi-totalité de la prime pour l'achat du call décembre 2016 au prix d'exercice de 5, qui coûte 84 EUR, de l'émission du put décembre 2016 au prix d'exercice de 4, qui rapporte 73 EUR. Votre mise s'élève donc à seulement 11 EUR (84 - 73). Autre avantage de cette stratégie : votre risque est inférieur à celui inhérent à l'achat direct des titres, alors que vous pouvez tirer profit, avec effet de levier, d'une hausse d'AM au-delà de 5 EUR. En cas de cours supérieur à 5,11 EUR, la plus-value de ce turbo augmente. ■

## Questions lecteurs

*Je possède toujours des actions D'Ieteren. A la lumière du scandale Volkswagen, ne ferais-je pas mieux de les vendre ?*

Le scandale qui frappe le groupe Volkswagen est incontestablement porteur d'incertitudes pour **D'Ieteren**. Le groupe tire certes 60 à 70 % de son bénéfice opérationnel de la réparation de vitres de voitures par l'intermédiaire de sa filiale *Belron (Carglass)*, mais 30 à 40 % de ce même bénéfice opérationnel provient donc de la division *D'Ieteren Auto*, le distributeur de Volkswagen (VW), *Audi*, *Skoda*, *Seat*, *Porsche*, *Bentley* et *Lamborghini* en Belgique. Il est trop tôt pour évaluer les conséquences du scandale sur les ventes. En

octobre, il ne s'était pas encore fait sentir (part de marché stable de 22,5 %), mais à court terme, un impact négatif est inévitable qui, selon nous, se dissipera avec le temps. Un deuxième élément d'incertitude concerne le règlement des plaintes. En principe, ces frais seront pris en charge par le groupe VW, mais rien que d'un point de vue

## LE SCANDALE VOLKSWAGEN JETTE UNE OMBRE SUR D'ETEREN

administratif, ces plaintes représenteront sans doute des coûts supplémentaires pour *D'Ieteren*. Un troisième élément est malheureusement la question de savoir si de nouveaux éléments seront révélés. Enfin, la menace d'une radiation de l'indice *BEL20* plane éga-

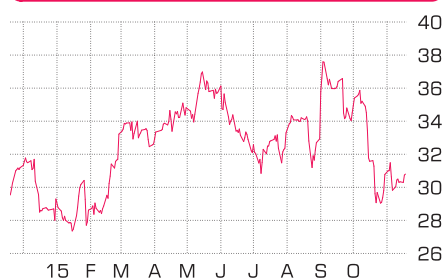
lement sur l'action. La révision annuelle de l'indice s'effectue en mars. Entre-temps, on attend avec impatience la journée des investisseurs du 8 décembre. Au 1<sup>er</sup> semestre, le groupe a surpris positivement avec un résultat supérieur aux attentes. *Belron* a vu son chiffre d'affaires (CA) progresser de 12 % à 1,64 milliard EUR, principalement grâce à des effets de change favorables (10,1 %), alors que le bénéfice opérationnel courant a gagné 48 %, à 70,8 millions EUR. Plus inattendus encore furent les excellents résultats de *D'Ieteren Auto* : CA en hausse de 5 % à 1,59 milliard EUR et bénéfice opérationnel courant en hausse de 54 % à 54 millions EUR. Sur ce, les prévisions de croissance du résultat courant pour 2015 ont été relevées de 10 % à entre 20 et 25 %. Selon nous, le recul de l'action d'environ 5 EUR depuis le déclen-

chement du scandale VW ne reflète pas suffisamment les risques connus actuellement. La valorisation n'est cependant pas excessive avec un rapport cours/bénéfice attendu de 10,6 et un rapport de valeur d'entreprise (EV)/cash-flows opérationnels (EBITDA) attendus en 2015 de 6,7. Compte tenu de la croissance organique limitée chez Belron et des fortes incertitudes concernant D'Ieteren Auto, nous confirmons le conseil « conserver » (2B).

*L'action Black Earth Farming a plongé la semaine dernière. Quelle en est la raison ? Faut-il y voir une fenêtre d'entrée ?*

L'action Black Earth Farming a perdu plus de 10% de sa valeur après la publication du rapport sur le 3<sup>e</sup> trimestre. Le chiffre d'affaires (CA) du propriétaire et exploitant de terres agricoles dans la région de Terres noires, dans le sud-ouest de la Russie, a enregistré une baisse supérieure aux attentes de 52,6% par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2014, à 7,3 millions USD. La conséquence d'une contraction des volumes de 38,6%, de 66.900 à 41.100 tonnes, combinée à une baisse des prix de vente moyens de 25,2% consécutive à la chute de 40% du rouble russe (RUB) depuis le 30 septembre 2014 et à un mix moins favorable de produits vendus (principalement du blé, du maïs, du tournesol et des pommes de terre). En 2014, Black Earth Farming a enregistré une plus-value avant impôts de 7,2 millions USD sur la vente de 35.554 hectares (ha) des terres agricoles les moins rentables. Une nouvelle transaction annoncée en mars 2015 – vente de 36.600 ha en échange de 24.900 ha de nouvelles terres, attenantes aux terres existantes – a entretemps été finalisée avec un bénéfice net avant impôt de 9,1 millions USD. Cette transaction, à 394 USD l'ha, prouve que la majeure partie des terres cultivées (196.000 ha; comptabilisés au faible prix d'achat de 120 USD) est nettement sous-évaluée. En raison des ventes, la superficie plantée a reculé de 225.903 ha en 2013 à 184.191 ha en 2014 et 147.094 ha en 2015. Sur les neuf premiers mois de l'année, le CA a reculé de 40% à 31,6 millions USD, en raison d'une baisse de 25,9% des volumes et d'un recul de 18,6% des prix de vente moyens. Une révision à

#### D'IETEREN



♦ **Cours:** 30,80 EUR  
 ♦ **Ticker:** DIE Bruxelles  
 ♦ **Code ISIN:** BE0974259880



#### BLACK EARTH FARMING LTD



♦ **Cours:** 3,32 SEK  
 ♦ **Ticker:** BEF Stockholm  
 ♦ **Code ISIN:** SE0001882291



la hausse de la valeur des actifs biologiques et une baisse des coûts liée à des gains d'efficacité et à la faiblesse du RUB ont cependant donné lieu à un bénéfice net de 2,2 millions USD contre 4,7 millions USD l'an dernier. La perte nette de 9 millions USD après neuf mois pour l'an dernier s'est transformée en un bénéfice net de 6,9 millions USD. La position nette d'endettement a cependant progressé de 27,3 millions USD fin 2014 à 41,2 millions USD. Un point positif est la conclusion d'une première facilité de

### NOUS RELEVONS LA NOTE DE BLACK EARTH FARMING À « DIGNE D'ACHAT »

crédit avec une banque russe en août dernier (pour un maximum de 800 millions RUB, soit 12,5 millions USD). En outre, Black Earth Farming a racheté un petit producteur russe de semences de pommes de terre de grande qualité. Le rendement à l'hectare continue de s'améliorer : 3,8 tonnes attendues pour 2015, contre 2,8 tonnes en 2014 et encore 2 tonnes en 2011. Nous relevons la note après le fort recul des cours en raison de l'amélioration des résultats opérationnels et du rétablissement attendu des prix des matières premières agricoles. La nette sous-valorisation des terres agricoles et la position d'endettement limitent les risques de baisse. **Digne d'achat pour le long terme (1C).** ■

## Agenda

#### Lundi 23 novembre

Allemagne: PMI (flash)  
 UE: PMI (flash)  
 Japon: Bourse de Tokyo fermée  
 USA: PMI (flash), ventes de maisons existantes

#### Mardi 24 novembre

Allemagne: indicateur IFO  
 USA: croissance du PIB Q3, balance commerciale, indice S&P Case Shiller (immobilier), Conference Board confiance des consommateurs

#### Mercredi 25 novembre

USA: demandes d'allocations de chômage et d'hypothèques, confiance consommateurs Michigan, réserves de pétrole, ventes de maisons neuves  
 CMB: dernier jour OPA

#### Jeudi 26 novembre

UE: masse monétaire  
 USA: Bourse de New York fermée (Thanksgiving)  
 Viohalco: déclaration intermédiaire Q3

#### Vendredi 27 novembre

Belgique: inflation  
 UE: confiance des entrepreneurs et consommateurs  
 Japon: inflation  
 Realdolmen: résultats semestriels 2015-2016  
 Retail Estates: résultats semestriels 2015-2016

Mise à jour quotidienne sur [www.initiedelabourse.be](http://www.initiedelabourse.be)

## Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
<b>AGRICULTURE (24,50%)</b>									
Deere & Company	US2441991054	78,24	50	USD	74,52	€ 3.491,68	3,07	1A	44B/15
Potash Corp.	CA73755L1076	29,10	225	USD	20,50	€ 4.324,49	3,81	1B	47B/15
Sipef	BE0003898187	45,14	100	EUR	48,10	€ 4.810,00	4,23	1B	44A/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	18,41	€ 5.524,50	4,86	1B	42A/15
Syngenta	CH0011037469	335,62	15	CHF	387,50	€ 5.422,90	4,77	1A	47B/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	28,41	€ 4.262,25	3,75	1B	45AB/15
<b>CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (23,07%)</b>									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	60	EUR	86,91	€ 5.277,88	4,64	2A	47A/15
Barco	BE0003790079	52,48	100	EUR	60,02	€ 6.098,00	5,37	1B	43B/15
Cosan	BMG253431073	8,03	1.200	USD	3,82	€ 4.280,26	3,77	1B	35A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	48,51	€ 4.920,62	4,33	1A	33AB/15
LafargeHolcim	CH0012214059	65,31	60	EUR	51,03	€ 3.061,80	2,69	1A	32A/15
Solvay	BE0003470755	97,00	25	EUR	103,05	€ 2.576,25	2,27	1B	45AB/15
<b>ÉNERGIE (14,12%)</b>									
Peabody Energy	US7045492037	32,43	160	USD	12,89	€ 1.933,62	1,70	1C	45AB/15
PNE Wind	DE000A0JBP62	2,25	2.250	EUR	2,04	€ 4.585,50	4,04	1B	44B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,17	€ 4.522,87	3,98	1B	38B/15
Velcan	FR0010245803	13,35	350	EUR	14,30	€ 5.005,00	4,40	1B	40B/15
<b>ORSMÉTAUX (16,67%)</b>									
ArcelorMittal	LU0323134006	8,18	750	EUR	4,82	€ 3.674,38	3,23	1B	47A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	19,00	600	CAD	5,24	€ 2.182,39	1,92	2C	47A/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	13,68	300	USD	13,49	€ 3.767,66	3,32	1B	35A/15
Umicore	BE0003884047	33,21	125	EUR	38,90	€ 4.845,15	4,26	1B	44B/15
Vale	US91912E1055	8,37	1.200	USD	3,90	€ 4.479,17	3,94	1B	47B/15
<b>VIIEILLISSEMENT (16,86%)</b>									
Ablynx	BE0003877942	13,26	250	EUR	13,18	€ 3.295,00	2,90	1C	44B/15
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	20,00	€ 1.999,50	1,76	1C	40A/15
Fagron	BE0003874915	31,07	150	EUR	17,50	€ 2.736,00	2,41	1B	46AB/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.349,00	€ 4.886,53	4,30	1A	45AB/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	3,74	€ 1.869,50	1,65	1C	47A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	133,26	€ 4.372,87	3,85	1B	45AB/15

## PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	108.507,96	96,07	4.440,39	3,93	112.948,35	-2,2

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

**Ordres d'achat:** nous avons acheté 225 actions **ArcelorMittal** (de plus) à **4,564 EUR** (coût : 1041,85 EUR); nous achetons encore 300 actions **Vale** à maximum **4,05 USD** - **Ordres de vente:** nous avons vendu 15 actions **Adidas** à **86 EUR** (bénéfice : 1275,05 EUR); nous vendons 300 actions **First Quantum Minerals** à minimum **5,05 CAD** (adapté!)

## Vale : renforcement de position

La semaine dernière, l'action du producteur brésilien de matières premières a recherché de nouveaux planchers, ce qui est lié d'une part au prix du minerai de fer qui a reflué encore sous 50 USD la tonne, et d'autre part à la destruction d'un barrage, qui a provoqué une inondation d'un village brésilien par les eaux usées provenant d'une exploitation de minerai de fer. La mine est la propriété de *Samarco Mineração*, une joint-venture de Vale et *BHP Billiton*. Samarco produit annuellement 30 millions de tonnes de minerai de fer, soit quelque 10% de la production brésilienne totale. L'attention des investisseurs s'est d'abord concentrée sur le coût éventuel pour

Vale et BHP. Actuellement, celui-ci est difficile à estimer, mais la mine est officiellement la propriété de Samarco, ce qui suppose que juridiquement, Vale et BHP ne participent pas au « débat ». Les deux entreprises ont cependant déjà annoncé qu'elles mettraient sur pied un fonds commun d'indemnisation. Tant Vale que BHP ont déjà indiqué que la joint-venture subsisterait en tous les cas. Nous avons précédemment argué que Vale continuait de bien se porter sur le plan opérationnel et que l'action intégrait déjà nombre de mauvaises nouvelles. A court terme, l'accent de Vale se place sur l'abaissement ultérieur des coûts et l'allègement des dettes. Au cours des prochaines années,

les besoins en capitaux du groupe devraient baisser sensiblement et les coûts de production devraient également diminuer. Par ailleurs, la qualité des minerais devrait augmenter. Une fois la nouvelle mine opérationnelle, l'accent devra se placer sur l'allègement des dettes. A la fin du 3<sup>e</sup> trimestre, celles-ci totalisaient encore 24,2 milliards USD. L'objectif du groupe est de les ramener à 15 milliards USD. Vale détient encore plusieurs actifs, notamment 11 navires Valemax, une mine de bauxite et une joint-venture en Afrique active dans le charbon. Nous exploitons le plancher de cours pour renforcer notre position (**rating 1B**), et allégeons celle dans *First Quantum Minerals*. ■

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



**Directeur stratégie :** Danny Reweghs, **Editeur :** Jos Grobben, **Editeur responsable :** Sophie Van Iseghem, p/a Roularta Media Group NV, Meiboomlaan 33, 8800 Roeselare (sophie.van.iseghem@roularta.be), **Graphiques et mise à jour des cours :** vwd group, **Abonnements :** 078/353.303 (suivi), 078/353.306 (recrutement) Email: info@abonnements.be, Abonnement annuel: 299 euros, Classeur supplémentaire : 12 euros à verser sur le compte IBAN : BE05 4032 1017 0175 - BIC : KREDBEBB avec la mention : 'classeur Initié de la Bourse'. Tous droits réservés. Reproduction interdite. Nos informations proviennent de sources que nous estimons fiables, mais elles ne peuvent engager notre responsabilité.

