



Pour tout conseil en placement

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

9 mai 2014- n° 19B

43e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

# L'Initié

## DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

### Sommaire

<b>ACTIONS</b> .....	<b>2-5</b>
Galapagos, Picanol, Umicore, Barrick Gold	
<b>CHECK-LIST B</b> .....	<b>6</b>
Hors Europe	
<b>FLASH</b> .....	<b>7</b>
CGG	
<b>DÉRIVÉS</b> .....	<b>8</b>
Engrais (I)	
<b>MARCHÉ EN GRAPHIQUES</b> .....	<b>9</b>
Option, Alstom, AstraZeneca, BNP-Paribas	
<b>OPTIONS</b> .....	<b>10</b>
Sanofi	
<b>QUESTIONS DES LECTEURS</b> .....	<b>10-11</b>
CFE, Velcan Energy	
<b>PORTEFEUILLE</b> .....	<b>12</b>
Tessengerlo Group	

### Index d'actions

Alstom.....	<b>9</b>
AstraZeneca.....	<b>9</b>
Barrick Gold.....	<b>5</b>
BNP-Paribas.....	<b>9</b>
CFE.....	<b>10</b>
CGG.....	<b>7</b>
Galapagos.....	<b>2</b>
Option.....	<b>9</b>
Picanol.....	<b>3</b>
Sanofi.....	<b>10</b>
Tessengerlo.....	<b>12</b>
Umicore.....	<b>4</b>
Velcan Energy.....	<b>11</b>

## Choc énergétique

Dans le secteur énergétique aussi, c'est la loi de l'offre et de la demande qui définit les prix. Or à court terme (à l'horizon 2020), la demande mondiale d'énergie est appelée à connaître une hausse de 15 à 20%, et cette croissance sera essentiellement soutenue par les marchés émergents. Ensuite, le rythme d'augmentation ralentira. Cela dit, chez **Royal Dutch Shell**, notamment, on escompte un doublement de la demande d'énergie sur la première moitié de ce siècle.

### CGG A ÉTÉ EXCESSIVEMENT SANCTIONNÉ

Il y a quelques années, les observateurs doutaient encore de la possibilité de répondre à cette augmentation des besoins énergétiques. Ce sentiment de panique s'est atténué désormais, en raison de la croissance « saine » du marché côté offre. Certes, le pétrole et le gaz de schiste ont résolu une partie de l'équation, mais l'euphorie n'est pas de mise pour autant (lire : pas de baisse considérable des investissements). Ainsi le maintien à niveau des réserves pétrolières demeure-t-il une tâche périlleuse et coûteuse. Compte tenu des lourds investissements en exploration, le ratio de réserve a bien sûr augmenté au niveau mondial, de 78% en 2006 à 97% l'an dernier, mais ce chiffre reste inférieur à 100%. En d'autres termes, les volumes de production sont encore supérieurs à ceux destinés à l'approvisionnement des réserves. Les forages exceptionnels sont de plus en plus rares, l'importance des nouveaux champs est limitée et la baisse annuelle de la pro-

duction des champs existants représente toujours 4 à 5% de la production totale.

### Chances de redressement pour CGG

Cela dit, la situation est malgré tout nettement plus gérable dans l'industrie pétrolière et gazière qu'il y a quelques années. Compte tenu du ralentissement de la croissance des pays émergents, la hausse de la demande est moins soutenue que ce que l'on craignait, alors que l'offre a évolué positivement. Pour autant, les prix sont encore relativement élevés (100 USD le baril) en raison du coût d'exploration et de production et du fait que les budgets des pays du Moyen-Orient sont calculés sur cette base. En outre, les actionnaires des grandes multinationales énergétiques font pression en faveur d'un accroissement de la valeur actionnariale. Dès lors, les compagnies énergétiques européennes, surtout, sont devenues plus regardantes dans leurs investissements, ce qui a contribué à raviver la concurrence parmi les sociétés de services pétroliers et donc à éroder les marges bénéficiaires. Les cours des spécialistes des services pétroliers européens ont très logiquement pris une raclée. Nous avons ramassé en début d'année (lire IB-4B) la valeur **Technip**, dont le cours s'était sensiblement replié à l'annonce de perspectives décevantes en termes de marges pour 2014. Nous avons conseillé le titre à l'achat et l'avons intégré en Sélection mais regrettons de ne pas l'avoir également prise en portefeuille, car en l'espace de trois mois, l'action s'est hissée de plus de 25%. Nous espérons rattraper le coup avec le groupe français **CGG** (lire notre Flash en p. 7). ■

## Actions belges

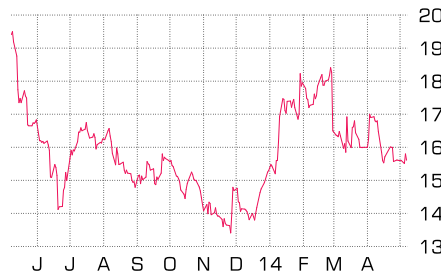
PHARMA

### Galapagos



Après la nouvelle (décevante), en mars, de l'interruption par *GlaxoSmithKline (GSK)* de son étude de phase II avec GSK2586184 sur les patients atteints de lupus, une maladie auto-immune, pour manque d'efficacité, on attendait avec impatience de connaître les premiers résultats de l'étude de phase IIa avec GSK2586184 sur les patients souffrant de psoriasis. Heureusement, ces résultats sont meilleurs : sur les patients ayant reçu la plus forte dose de l'inhibiteur JAK1, les résultats sont positifs chez une proportion significativement plus grande de patients que dans le groupe placebo. GSK doit à présent analyser plus en profondeur les résultats. Galapagos pourrait percevoir bientôt un paiement intermédiaire. On attend aussi le début de la 3<sup>e</sup> étude avec GSK concernant le GSK2586184, pour le traitement du colitis ulcerosa, une maladie chronique de l'intestin. Le recrutement des patients avait été interrompu après l'arrêt de l'étude sur le lupus. Entre-temps, la vente de la division Services au groupe américain *Charles River Laboratories* a été finalisée. Ce leader mondial dans la prestation de services liée aux études médicales a déboursé 129 millions EUR pour l'acquisition de *BioFocus* et *Argenta (Fidelita)*, non rentable actuellement, demeure au sein de Galapagos

#### GALAPAGOS



**Cours:** 15,61 EUR  
**Ticker:** GLPG Amsterdam  
**Code ISIN:** BE0003818359



jusqu'à nouvel ordre). Ce montant est supérieur aux prévisions et pourrait grossir encore de 5 millions l'an prochain si l'objectif de chiffre d'affaires (CA) pour 2014 est atteint. Galapagos abandonne de cette façon le modèle d'entreprise duel et mise tout désormais sur le développement de son pipeline, de plus en plus mature. Compte tenu de cette transaction, Galapagos a abaissé ses prévisions de CA annuel 2014 de 180 millions EUR à 125 millions EUR, avec des liquidités attendues, pour fin 2014, de 170 millions EUR (5,65 EUR par action). La consommation énorme de liquidités nettes (100 millions EUR en 2014) est liée à la molécule la plus avancée de son pipeline : l'inhibiteur de JAK1, GLPG0634. Pour cette molécule, Galapagos (ci-après GLPG) a conclu une transaction lucrative avec *AbbVie* en 2012. La collaboration a été élargie en 2013 avec une extension de

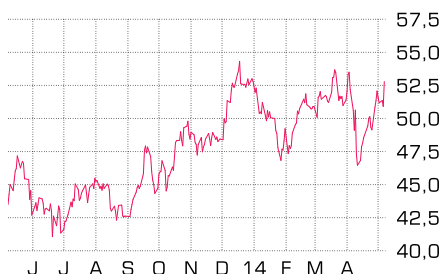
l'étude de phase IIb pour les rhumatismes (premiers résultats fin 2014) et une nouvelle étude de phase II pour la maladie de *Crohn* (début en 2014, résultats à la mi-2015). En cas de résultats positifs, *AbbVie* continuera à développer la molécule et GLPG recevra pas moins de 250 millions USD de paiement intermédiaire. *AbbVie* développe d'ailleurs aussi un inhibiteur de JAK1 (début de phase II) et compte absolument avoir trouvé un successeur à *Humira* (rhumatismes) pour 2017, quand le brevet viendra à échéance. En outre, GLPG a entamé en 2013 une collaboration avec *AbbVie* pour le développement conjoint d'un médicament contre la mucoviscidose. Le GLPG1837 a entre-temps été sélectionné comme premier candidat préclinique et une étude de phase I sera démarrée fin 2014. On attend, au cours des prochains mois, les résultats de la propre étude de phase IIa avec GLPG0974 pour l'entérite chronique, un mécanisme de fonctionnement censé freiner la protéine FFA2 (cause probable de la maladie) qui n'a pas encore été testé sur les animaux. ■

#### Conclusion

Récemment, *Goldman Sachs* et *UBS* ont rejoint la liste d'analystes positifs sur Galapagos, avec des objectifs de cours respectifs de 24 et 20,7 EUR par action. Le repli de l'action ces dernières semaines constitue une opportunité pour l'investisseur en biotech conscient du risque.

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

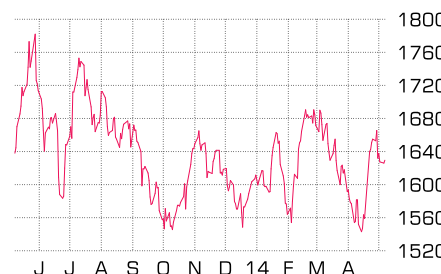
#### ABBVIE



**Cours:** 52,79 USD  
**Ticker:** ABBV NYSE  
**Code ISIN:** US00287Y1091



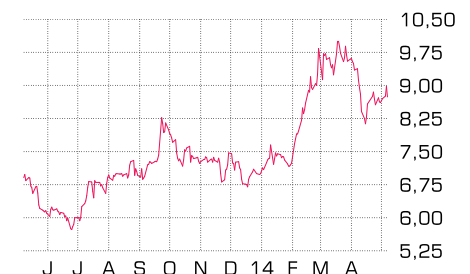
#### GLAXOSMITHKLINE



**Cours:** 1.629,50 PNC  
**Ticker:** Londres  
**Code ISIN:** GB0009252882



#### ABLYNX



**Cours:** 8,74 EUR  
**Ticker:** ABLX Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0003877942



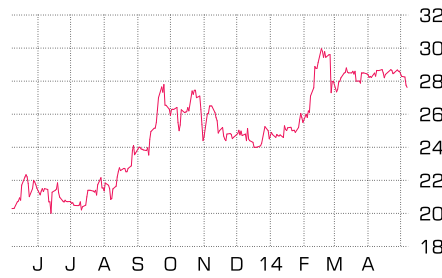
## Actions belges

### INDUSTRIE Picanol



Le groupe belge continue d'«accompagner» efficacement le marché dans l'évolution attendue de ses chiffres. Nous connaissons peu d'entreprises cotées (belges) capables d'annoncer des mauvaises nouvelles aussi franchement que le producteur flamand de métiers à tisser. En marge de la publication de résultats record pour 2013, le groupe avait annoncé sans ambages qu'il escomptait un «net affaiblissement» du marché des métiers à tisser en 2014. Finalement, cela s'est traduit par une baisse de 23,5% de son chiffre d'affaires (CA) sur les trois premiers mois de l'an dernier. Ce qui démontre une fois de plus le caractère cyclique de l'activité. Le marché ne s'est toutefois pas montré surpris par le CA de 111,8 millions EUR réalisé au 1<sup>er</sup> trimestre. A comparer à un CA record de 146 millions EUR sur la même période l'an dernier. Par ailleurs, le groupe a souffert de la vigueur de l'euro par rapport à l'an dernier. La branche *Industries* (avec *Proferro* et *PsiControl*, mais aussi *Melotte*, un petit acteur en impression 3D) est parvenu à progresser et à séduire de nouveaux clients «externes», mais a confessé une demande plus faible dans les *Weaving Machines*. Pour la direction, ces chiffres sont en ligne avec les prévisions,

### PICANOL



♦ **Cours:** 27,62 EUR  
♦ **Ticker:** PIC Bruxelles  
♦ **Code ISIN:** BE0003807246



puisque la prévision avancée lors de la publication des résultats annuels, selon laquelle son CA du 1<sup>er</sup> semestre 2014 serait comparable à celui du 1<sup>er</sup> semestre 2012 (CA de 219,1 millions EUR; -28% par rapport à 2013), a été confirmée. Pour la première fois, *Tessenderlo Group* (lire notre Portefeuille en p. 12) est source de bonnes nouvelles. Comme vous le savez, l'an dernier, Picanol a surpris le marché en investissant son excédent de liquidités dans une participation de 27,5% dans *Tessenderlo*. Picanol est ainsi devenu en une seule fois le plus grand actionnaire de *Tessenderlo Group*. Le prix de rachat s'est élevé à 22 EUR par action. Après le trading update bien meilleur que prévu, le cours s'est hissé pour la première fois au-delà de ce prix d'achat. La participation de *Tessenderlo Group* dans la capitalisation totale de Picanol s'élève aujourd'hui

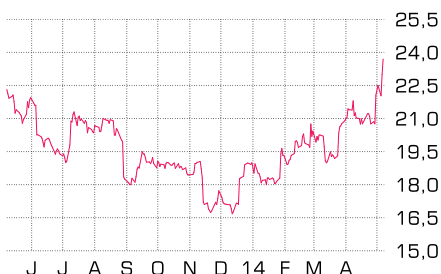
à 38%. La valeur boursière des activités de métier à tisser totalise environ 300 millions EUR. La direction de Picanol a indiqué vouloir rester investie dans le groupe chimique sur le long terme mais n'a pas encore expliqué comment elle souhaitait en exploiter le potentiel. Quoi qu'il en soit, le groupe est proche de l'excellence opérationnelle. Pour rappel, l'an dernier, Picanol a enregistré un CA record de près de 560 millions EUR (21% de mieux que les 461,7 millions EUR de 2012). Son bénéfice net s'est hissé de 55,3 à 73,2 millions EUR (+32%) ou 4,13 EUR par action (à mi-parcours +68% ou 2,39 EUR par action). Cela dit, cette fois encore, le groupe n'a pas évoqué le versement d'un dividende. ■

### Conclusion

*Nous devons donc nous retourner sur 2012 pour pouvoir avancer des prévisions pour cette année. Nous tablons donc sur un bénéfice proche de 3 EUR par action. Le cours demeure étonnamment solide car l'action est toujours bon marché, à un rapport C/B attendu de moins de 10 et surtout un ratio EV/EBITDA inférieur à 4. Le conseil est inchangé, même si nous n'avons pas d'ambitions démesurées par rapport au titre à court terme.*

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

### TESSENDERLO



♦ **Cours:** 23,70 EUR  
♦ **Ticker:** TESB Bruxelles  
♦ **Code ISIN:** BE0003555639



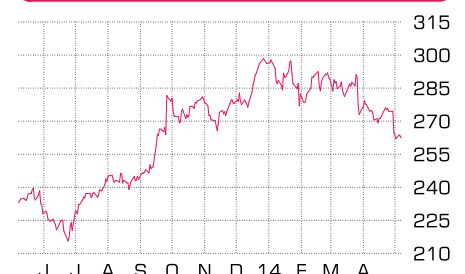
### INDITEX



♦ **Cours:** 105,55 EUR  
♦ **Ticker:** Madrid  
♦ **Code ISIN:** ES0148396015



### HENNES & MAURITZ AB-B



♦ **Cours:** 262,40 SEK  
♦ **Ticker:** Stockholm  
♦ **Code ISIN:** SE0000106270



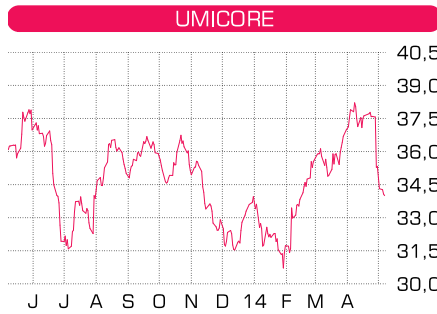
## Actions belges

### MATIÈRES PREMIÈRES

## Umicore



**B**ien que le dernier pic des bénéfices d'Umicore remonte déjà à 2011, la glissade semble se poursuivre. Jusqu'à la semaine dernière, les investisseurs tablaient encore sur une stabilisation pour cette année et un rebond l'an prochain, mais le rapport intermédiaire sur le 1<sup>er</sup> trimestre a anéanti cet espoir. La direction attend pour cette année des bénéfices opérationnels récurrents de 250 à 280 millions EUR, contre 304 millions EUR l'an dernier et un peu moins de 300 millions EUR espérés pour cette année. Comme aux derniers trimestres, le problème réside dans la division *Recyclage*, qui prend à son compte plus de la moitié du bénéfice opérationnel. Au 1<sup>er</sup> trimestre, le bénéfice y avait baissé de 16%, et les marges ont subi un recul «significatif». Pourtant, les prix des métaux se sont stabilisés ces derniers mois, même s'ils sont toujours inférieurs de 14% à la moyenne de 2013. Cela dit, Umicore enregistre également – et de manière assez étonnante – une baisse des volumes dans le recyclage de métaux précieux. L'entreprise avance comme explication les travaux préparatoires sur le site de recyclage de Hoboken, où une importante extension est prévue l'an prochain. La direction admet en avoir sous-estimé l'impact sur la capacité



► **Cours:** 34,00 EUR  
► **Ticker:** UMI Bruxelles  
► **Code ISIN:** BE0003884047



de traitement, mais souligne qu'elle veut réaliser un maximum de travaux préparatoires en amont. En outre, l'approvisionnement est sous pression pour certains matériaux, tels les équipements électroniques complexes. On peut dès lors se demander si Umicore n'est pas confrontée plus qu'on ne le pensait à une concurrence croissante dans les activités de recyclage. C'est à surveiller. L'approvisionnement des matériaux contenant du platine a également été affecté par les grèves dans l'industrie minière d'Afrique du Sud. Jusqu'à nouvel ordre, la baisse des volumes est donc un phénomène temporaire. Umicore ne perçoit en tout cas aucune évolution fondamentale dans l'offre de matériaux à recycler. Pour l'instant, la croissance des autres activités ne suffit pas à neutraliser les contretemps dans le recyclage et les effets de change défavorables au

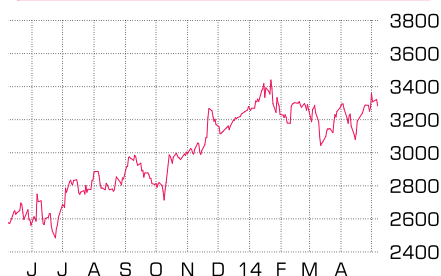
niveau du bénéfice opérationnel. La division *Matériaux énergétiques* enregistre pourtant une croissance impressionnante. Le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 26% au 1<sup>er</sup> trimestre, surtout grâce aux ventes de matériaux pour batteries rechargeables. L'arrivée de la 4G dans les réseaux mobiles exige des batteries encore plus robustes pour les smartphones et tablettes, et Umicore dispose des matériaux adéquats pour renforcer ces batteries. Parallèlement, le groupe se retire peu à peu du marché des batteries classiques, où la forte concurrence dévore les marges. La division *Catalyseurs* est relativement performante, et profite de la reprise mondiale de la production automobile, même en Europe. Le CA a progressé de 4% au 1<sup>er</sup> trimestre. Les ventes n'ont baissé – de 6% – qu'en Amérique du Sud, principalement en raison de la faible conjoncture au Brésil. ■

### Conclusion

*L'action a décroché après ce nouvel avertissement sur bénéfices. La valorisation toujours très tendue – comme en témoigne un rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flow opérationnel (EBITDA) de plus de 9 – démontre que le marché croit toujours dans le potentiel de croissance de l'entreprise à un peu plus long terme, mais limite le potentiel à court terme. Nous gardons l'action à l'œil, mais abaissons provisoirement son rating.*

► **Conseil:** conserver  
► **Risque:** moyen  
► **Rating:** 2B

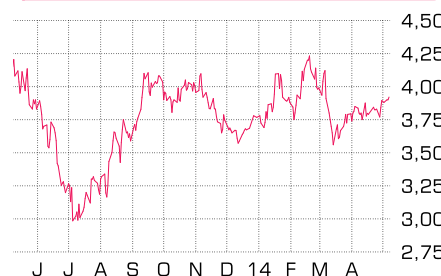
### JOHNSON MATTHEY



► **Cours:** 3.284,00 PNC  
► **Ticker:** Londres  
► **Code ISIN:** GB00B70FPS60



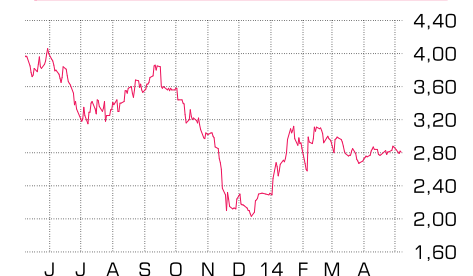
### GLENCORE XSTRATA



► **Cours:** 3,92 EUR  
► **Ticker:** 8GC Xetra  
► **Code ISIN:** JE00B4T3BW64



### NYRSTAR



► **Cours:** 2,81 EUR  
► **Ticker:** NYR Bruxelles  
► **Code ISIN:** BE0003876936



## Actions hors Europe

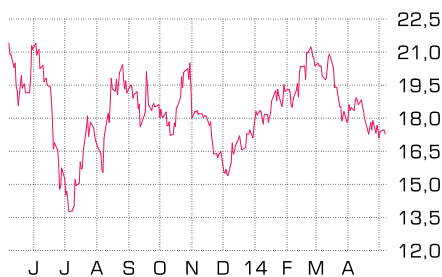
MATIÈRES PREMIÈRES

### Barrick Gold



Jusqu'à la semaine dernière, la fusion de deux des principaux producteurs d'or nord-américains, le Canadien Barrick Gold et l'Américain Newmont Mining, semblait imminente. L'entreprise combinée serait devenue le plus grand producteur d'or au monde, avec plus de 12 millions d'onces par an. L'association des deux groupes avait également du sens du point de vue économique, puisque Barrick et Newmont disposent de nombreux actifs voisins dans l'Etat américain du Nevada, d'où proviennent respectivement 39% et 35% de la production des deux groupes. Elle aurait également permis une gestion plus efficace des joint-ventures existantes. Barrick avait déjà identifié pour 1 milliard USD de synergies, et ce n'était encore que le début. Pourtant, la tentative de rapprochement a à nouveau échoué. Outre les différences en termes de culture d'entreprise et les problèmes d'ego au sein des différents conseils d'administration, la principale pierre d'achoppement s'est révélée être le spin-off envisagé. L'objectif était que le groupe fusionné se compose d'une «entreprise centrale» où seraient regroupées principalement les activités (nord-)américaines et fasse l'objet d'une «scission» qui comprendrait les mines en Asie et en Océanie. Il est difficile de dire si tous les ponts

#### BARRICK GOLD



♦ **Cours:** 17,28 USD  
 ♦ **Ticker:** ABX NYSE  
 ♦ **Code ISIN:** CA0679011084



sont rompus, mais la logique économique et notamment les possibles économies sur les coûts devraient tôt ou tard remonter à la surface, en particulier si le cours de l'or reste bas. L'été dernier, l'action du groupe canadien Barrick Gold est tombée à son plus bas niveau depuis 2012. Tout comme tous les autres grands groupes de mines d'or, Barrick a dû essuyer de lourdes pertes à la suite de dépréciations et autres réductions de valeur. Celles-ci sont à leur tour la conséquence de frais de restructuration, de l'ajustement de la valeur des réserves à la suite de la baisse des cours et de l'évolution de la valeur comptable de projets reportés (ou supprimés). Au total, les dépréciations actées par Barrick s'établissent à 13,1 milliards USD. Il s'agit ici, il est important de le préciser, de pertes comptables (papier). Bien entendu, la baisse du cours de l'or affecte également les cash-flows sous-jacents,

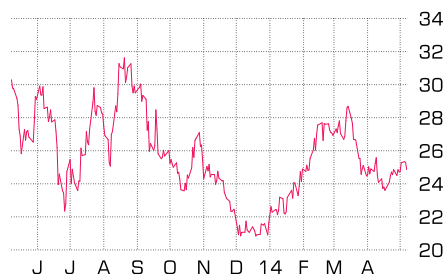
mais Barrick reste rentable d'un point de vue opérationnel. Notamment grâce au coût de production total, qui a baissé de 10,7% sur base annuelle, à 833 USD l'once. Dans les plus grandes mines du groupe, qui représentent ensemble 60% de la production, ils ne dépassent même pas 672 USD – même s'il devrait augmenter à une moyenne de 750 à 800 USD cette année. Au niveau du groupe, le coût de production total s'établira entre 920 et 980 USD l'once. Il faudrait donc un véritable effondrement du marché de l'or pour que Barrick essuie des pertes opérationnelles cette année. Le groupe a produit 1,59 million d'onces d'or au 1<sup>er</sup> trimestre, contre 1,8 million il y a un an. Les prévisions pour l'ensemble de l'exercice sont restées inchangées entre 6 et 6,5 millions d'onces. En raison de la baisse du prix de l'or, le chiffre d'affaires a reculé de 22,5% à 2,6 milliards USD. Barrick devrait pouvoir réaliser pour 500 millions USD d'économies sur les coûts de cette année, même sans fusion. ■

#### Conclusion

*A nos yeux, l'échec de la fusion n'a rien de dramatique. Les deux groupes sont suffisamment robustes pour rester autonomes. Barrick peut se targuer du coût de production le plus bas parmi les plus grands groupes miniers et c'est un atout à ne pas mésestimer. Même après les fortes dépréciations, l'action ne s'échange qu'à 1,5 fois la valeur comptable.*

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

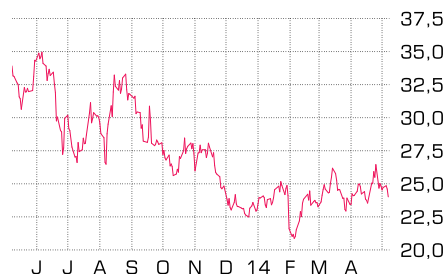
#### GOLDCORP INC



♦ **Cours:** 24,86 USD  
 ♦ **Ticker:** GG NYSE  
 ♦ **Code ISIN:** CA3809564097



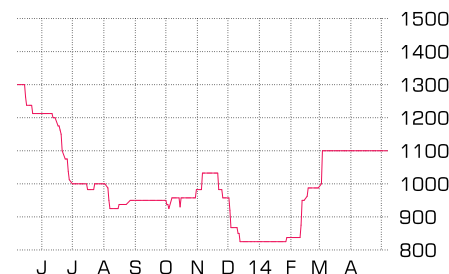
#### NEWMONT MINING



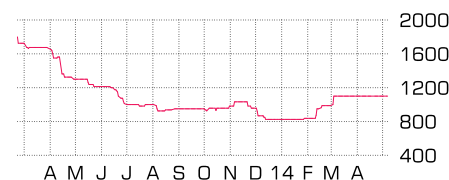
♦ **Cours:** 24,01 USD  
 ♦ **Ticker:** NEM NYSE  
 ♦ **Code ISIN:** US6516391066



#### ANGLOGOLD ASHANTI



♦ **Cours:** 1.100,00 PNC  
 ♦ **Ticker:** AGD Londres  
 ♦ **Code ISIN:** ZAE000043485



# Check-list Monde

Cours **Marché H12m B12m P/e13 P/e14 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 : conserver  
3 : vendre

A : risque faible  
B : risque moyen  
C : risque élevé

\* nouveau conseil

	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e13	P/e14	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	59,44	USD	NASD	71,11	41,91	50,8	28,9	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	32,47	USD	NYSE	35,46	23,77	37,8	30,3	1,1	1C	Digne d'achat
Alcoa	13,19	USD	NYSE	13,89	7,63	29,3	20,9	0,9	3B	Vendre
AMD	4,01	USD	NYSE	4,65	3,04	23,6	22,3	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Anfield Nickel	0,93	CAD	TOR	3,70	0,85	-	-	0,0	3C	Vendre
Apple Inc	594,41	USD	NASD	604,41	388,87	13,6	12,5	2,2	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	43,14	USD	NYSE	45,40	31,90	14,1	12,7	2,2	3B	Vendre
Asanko Gold Inc	2,19	CAD	TOR	3,35	1,67	-24,3	-24,3	0,0	1C	Digne d'achat
Australian Agricultural Co	1,26	AUD	ASE	1,32	1,02	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	17,13	USD	NYSE	21,70	13,43	17,1	12,4	1,2	1B	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	124,67	USD	NYSE	129,73	108,12	19,4	18,0	0,0	2A	Conserver
Boeing	129,20	USD	NYSE	144,57	93,77	17,0	15,6	2,3	3B	Vendre
Cameco	20,10	USD	NYSE	25,84	17,27	22,6	15,2	1,7	1B	Digne d'achat
Caterpillar	75,00	EUR	PAR	76,72	60,07	12,7	10,5	2,3	2B	Conserver/attendre
Cb Gold Inc	0,12	CAD	TOR	0,40	0,08	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
CF Industries	244,86	USD	NYSE	267,76	169,33	12,8	12,0	1,6	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	22,72	USD	NASD	26,49	20,22	11,4	10,8	3,4	2B	Conserver
Coca Cola	40,49	USD	NYSE	43,43	36,83	19,4	18,2	3,0	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	8,19	USD	NYSE	16,95	8,24	-7,5	-10,4	0,0	1C	Digne d'achat
Cresud	13,03	USD	NASD	13,11	7,00	-	-	-	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	92,77	USD	NYSE	94,58	79,50	11,0	12,1	2,2	1A	Digne d'achat
Disney (Walt)	80,12	USD	NYSE	83,65	60,41	19,8	17,4	1,1	3B	Vendre
Dupont De Nemours	48,30	EUR	PAR	50,50	39,02	11,3	9,9	2,7	2B	Conserver
Ebay Inc	50,95	USD	NASD	59,70	48,06	17,0	14,9	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	58,05	USD	NYSE	61,15	47,53	20,9	18,3	3,3	2A	Conserver/attendre
Exxon Mobil	103,11	USD	NYSE	103,30	84,79	13,5	13,4	2,7	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	58,53	USD	NASD	72,59	22,67	41,5	32,3	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	138,54	USD	NYSE	144,39	94,60	20,7	15,6	0,4	3B	Vendre
First Quantum Minerals Ltd	20,60	CAD	TOR	22,00	14,22	18,6	10,6	0,9	2C	Conserver à titre spéculatif
First Solar Inc	67,45	USD	NASD	74,84	35,59	26,6	13,9	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	15,43	USD	NYSE	18,02	13,92	11,5	8,2	3,1	3B	Vendre
Formation Metals Inc	0,20	CAD	TOR	0,26	0,06	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Franco-nevada Corporation	53,35	CAD	TOR	59,84	33,05	52,3	46,4	1,5	2B	Conserver/attendre
Freeport-mcmoran Copper & Gold Inc	33,84	USD	NYSE	38,09	26,37	12,9	10,7	3,7	2B	Conserver
Gabriel Resources	0,91	CAD	TOR	1,90	0,41	-45,5	-22,8	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	26,19	USD	NYSE	28,09	22,59	15,4	14,4	3,3	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	34,75	USD	NYSE	41,85	30,86	10,7	7,4	3,4	3B	Vendre
Golden Star Resources Ltd	0,62	USD	AMEX	1,03	0,39	-31,2	15,6	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Google	515,14	USD	NASD	614,44	421,49	19,3	16,3	0,0	3B	Vendre
Great Basin Gold	0,00	USD	OTC	0,01	0,00	-	-	-	2C	Conserver à titre spéculatif
Hewlett Packard	31,84	USD	NYSE	33,90	20,25	8,6	8,3	1,8	2B	Conserver/attendre
Iamgold	3,82	CAD	TOR	7,45	3,33	25,5	18,2	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	190,03	USD	NYSE	211,98	172,19	10,6	9,6	2,3	1B	Digne d'achat
Intel	26,20	USD	NASD	27,24	21,89	13,9	13,0	3,3	1B	Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	3,98	USD	NYSE	6,65	3,98	22,1	18,1	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,20	CAD	TOR	0,37	0,18	-20,0	-20,0	0,0	1C	Digne d'achat
Lumina Copper	5,66	CAD	TOR	7,70	3,86	-94,3	-70,8	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	24,28	USD	ARCX	66,97	51,10	-	-	0,7	2B	Conserver/attendre
MasterCard	73,05	USD	NYSE	84,75	53,38	24,2	20,3	0,6	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	100,95	USD	NYSE	102,62	92,22	17,5	16,1	3,2	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	40,57	EUR	PAR	44,78	32,12	11,7	11,0	3,0	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	39,06	USD	NASD	41,66	30,84	14,5	13,5	2,8	2A	Conserver
Monsanto Company	113,98	USD	NYSE	117,50	94,00	21,8	19,0	1,5	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	48,66	USD	NYSE	64,65	39,75	17,3	14,1	2,0	3B	Vendre
Motorola Solutions Inc	66,12	USD	NYSE	67,69	53,62	17,9	16,5	2,0	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	24,01	USD	NYSE	35,44	20,78	27,0	17,2	0,4	1C	Digne d'achat
Nike	72,25	USD	NYSE	80,26	59,11	24,4	21,4	1,3	2B	Conserver
Novo Nordisk	43,51	USD	NYSE	48,42	29,90	23,0	20,2	1,4	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	18,56	USD	NYSE	21,84	14,34	-26,5	74,2	1,8	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	85,37	USD	NYSE	87,06	77,01	18,8	17,4	2,6	2A	Conserver/attendre
Petrobras	15,03	USD	NYSE	19,65	10,20	8,4	6,8	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Pfizer	29,43	USD	NYSE	32,96	27,12	13,1	12,6	3,3	2A	Conserver/attendre
Potash Corporation Of Saskatchewan	36,21	USD	NYSE	43,93	28,55	19,7	16,0	3,9	2B	Conserver/attendre
Procter&Gamble	81,13	USD	NYSE	85,82	73,61	19,3	17,9	3,1	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	18,10	USD	ARCX	41,40	30,80	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	24,49	USD	ARCX	50,66	39,74	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	79,31	USD	NASD	81,66	59,02	15,4	13,8	2,1	2B	Conserver/attendre
Research In Motion Ltd	7,67	USD	NASD	16,16	5,44	-7,1	-11,3	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif



Sandstorm Gold	6,38	CAD	TOR	8,44	4,17	70,9	53,2	0,0	1C	Digne d'achat
Schlumberger	101,00	USD	NYSE	103,58	70,25	17,8	14,9	1,6	2A	Conserver/attendre
Silver Standard Resources Inc	10,34	CAD	TOR	13,52	5,38	-35,7	114,9	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	21,50	USD	NYSE	29,17	17,75	21,3	18,1	1,3	1B	Digne d'achat
Spdr Gold Trust	125,98	USD	ARCX	185,85	121,39	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Symantec Corporation	20,09	USD	NASD	27,10	17,95	10,8	10,9	3,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	207,28	USD	NASD	265,00	55,12	119,8	58,2	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	2,52	USD	NYSE	4,05	1,72	-84,0	12,6	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	43,06	USD	NYSE	55,79	38,47	10,0	10,5	5,3	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	11,30	USD	NYSE	19,92	9,50	-	-	2,2	1C	Digne d'achat
Twitter	29,51	USD	NYSE	74,73	26,00	737,8	118,0	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	4,79	CAD	TOR	5,99	4,70	3,0	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	13,28	USD	NYSE	17,72	12,29	6,6	6,8	3,0	1C	Digne d'achat
Vasco Data Security International Inc	11,33	USD	NASD	12,33	6,46	22,2	18,0	0,0	2B	Conserver
Wal-Mart Stores	77,96	USD	NYSE	81,37	71,51	14,7	13,5	2,5	2B	Conserver/attendre
Yahoo	36,49	USD	NASD	41,72	23,82	22,2	19,4	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	2,98	USD	NYSE	8,77	2,14	-10,3	10,6	0,0	2C	Conserver/attendre
Yum! Brands	75,85	USD	NYSE	79,70	64,08	20,7	18,0	1,9	1A	Digne d'achat

## Flash

### COMPAGNIE GÉNÉRALE DE GÉOPHYSIQUE

## Etude en profondeur

Comme vous pouvez le lire sur notre page Stratégie, les actions des entreprises de services pétroliers européens ne comptent pas parmi les plus performantes actuellement. Pourtant, la nervosité entourant l'offre et la demande s'est sensiblement dissipée, et il est toujours nécessaire d'investir dans l'exploration et la production pour au moins maintenir à niveau la production et les réserves. Une action qui affiche un des bilans les plus médiocres depuis le début de l'année est celle du prestataire français de services pétroliers *Compagnie Générale de Géophysique*. L'entreprise fondée en 1931 par Conrad (un des frères) Schlumberger a longtemps porté le nom de CGGVeritas après le regroupement de 2006. La marque a cependant été abrégée en CGG l'an dernier. Cette semaine, l'action est retombée à son plus bas niveau depuis 2009, plus de 60% sous les cours de début 2011 et 2013. CGG est pourtant leader mondial en géophysique (*Geoscience*), une des branches des sciences de la terre, spécialité de la physique. L'accent est placé sur la détection de ressources minérales présentes dans le sol, comme le pétrole brut, le gaz naturel, les minerais et les minéraux. L'une des méthodes utilisées à cette fin est la sismique, qui reste jusqu'à présent

la manière la plus fiable de «regarder dans la terre». Elle consiste à envoyer des ondes sonores dans le sol, les écarts mesurés dans leur vitesse de propagation donnant des indications sur la présence ou non de minerais. La géophysique se trouve donc au tout début de la chaîne d'exploration et de production. Elle ne représente du reste que 3% du budget total d'exploration et de production. Leader sur ce marché, CGG est un opérateur entièrement intégré, et donc actif dans tous les domaines. Pour cela, le groupe compte sur près de 10.000 membres du personnel, répartis dans 40 pays. La division *Equipment* (28% du chiffre d'affaires - CA - du groupe en 2013), avec l'entreprise *Percel*, produit du matériel de sismique et des instruments destinés à surveiller les réserves dans le monde entier. La division *Acquisition* (59% du CA du groupe) dispose d'une flotte de navires et de petits avions (*Airborne*) permettant d'explorer les terres et les fonds marins à la recherche de ressources minérales dans les conditions les plus difficiles. La flotte est équipée des meilleurs matériaux, notamment pour détecter des champs magnétiques. Enfin, la division *Geology, Geophysics & Reservoir* ou GGR (13% du CA du groupe), composée des filiales *Hampson-Russell*, *Jason* et *Robertson*, fournit des logiciels, services, conseils, formations... afin de permettre aux clients de CGG d'exploiter au mieux les données acquises. Acteur d'envergure mondiale, le groupe publie ses résultats en dollar américain (USD). L'an dernier, le CA du groupe avait encore progressé de 10% à 3,8 milliards USD. La hausse du bénéfice opérationnel (EBIT) était

cependant restée limitée à 5% (de 404 à 423 millions USD), en raison du recul de la marge d'EBIT de 12 à 11,2%. Les problèmes de rentabilité concernent surtout *Acquisition*, la plus grande division en termes de CA, avec une marge d'EBIT de 3% seulement contre 28% pour *Equipment* et 24% pour GGR. Le groupe a d'ailleurs acté une forte dépréciation (800 millions USD) sur la valeur de cette division à la fin de l'an dernier. Un «plan performances» 2014-2016 a également été annoncé à un congrès d'investisseurs. Il doit porter le CA du groupe à au moins 4 milliards USD, mais surtout améliorer la rentabilité en faisant passer la marge d'EBIT de 11 à 15% d'ici à 2016, soit un gain d'au moins 50% en trois ans. Le marché se montre cependant sceptique, surtout après les résultats très faibles pour le 1<sup>er</sup> trimestre qui ont été publiés au début de la semaine. ■

### Conclusion

CGG est resté largement en retrait de la hausse générale. A 0,75 fois la valeur comptable et le CA, et avec un rapport valeur d'entreprise (EV) /cash-flow opérationnel (EBITDA) de plus de 4, c'est également une action sous-valorisée pour un leader mondial. Le cours/bénéfice attendu pour 2014 de 18 fois est le reflet de la période difficile que traverse le groupe. Nous commençons le suivi et intégrons l'action en Sélection.

**Conseil:** digne d'achat

**Risque:** moyen

**Rating:** 1B

## Investissement diversifié dans les engrais (1<sup>re</sup> partie)

Le secteur des engrais est généralement désigné par l'acronyme **NPK** : N représente les engrais azotés, P les engrais phosphorés et K le carbonate de potassium ou potasse. L'été dernier, ce dernier segment a été mis sens dessus dessous par une révolution du côté de l'offre. Jusqu'alors, le marché mondial de la potasse était contrôlé par deux cartels. Le premier est *Canpotex*, abréviation de *Canadian Potash Exporters*, et se compose des entreprises canadiennes *Agrium*, *Mosaic* et *Potash Corp.* *BPC* ou *Belarusian Potash Company*, composé du groupe russe *Uralkali* et du groupe biélorusse *Belaruskali*, constituait le deuxième cartel. Directement et indirectement (par des participations dans d'autres producteurs d'engrais), *Canpotex* et *BPC* contrôlaient ensemble environ deux tiers des exportations mondiales de potasse, avec une part de 43% pour *BPC* et d'environ un tiers pour *Canpotex*. Parmi les autres fournisseurs importants de potasse, citons le groupe allemand *K+S (Kali und Salz)* et *Israel Chemicals*.

### Eclatement du cartel

Le cartel *BPC* a éclaté l'été dernier après un désaccord politique entre la Russie et la Biélorussie. Son pouvoir de tarification a donc disparu et seul, *Canpotex* était incapable de continuer à dicter les prix, surtout lorsqu'*Uralkali* a décidé d'accroître substantiellement sa production. Les conséquences ne se sont pas fait attendre. Les clients ont différé leurs achats en prévision d'une baisse des prix. Celle-ci est d'ailleurs intervenue, puisque la tonne de potasse a baissé d'environ 400 USD au 1<sup>er</sup> semestre à moins de 300 USD au 4<sup>e</sup> trimestre.

Presque trois trimestres plus tard, la situation s'est plus ou moins normalisée. Les prix ne sont plus en chute

libre et les grands acheteurs, au premier rang desquels la Chine, ont recommencé à conclure des contrats à long terme. Au début de cette année, la Chine a ainsi acheté 1,4 million de tonnes à environ 305 USD la tonne, un lot équitablement réparti entre *Canpotex* et l'ancien *BPC*. Lorsque l'Inde l'a imitée un peu plus tard en acquérant 1 million de tonnes, elle a déjà dû payer 322 USD la tonne. A la fin du mois dernier, *Canpotex* a annoncé qu'il avait vendu pour 60 millions USD de potasse au Bangladesh, sans spécifier les volumes. Les réserves existantes doivent encore être réduites, mais il est manifeste que les volumes négociés et les prix sont à nouveau orientés à la hausse depuis plusieurs mois. L'année 2014 sera quoi qu'il en soit difficile pour les producteurs de potasse, mais le pire semble peu à peu passé. Un «joker» possible pour le secteur est la reconstitution du cartel *BPC*.

### LE SECTEUR DES ENGRAIS EST RICHE EN OPPORTUNITÉS À LONG TERME

Les nouveaux actionnaires de contrôle d'*Uralkali* et le gouvernement biélorusse ne seraient en tout cas pas contraires à l'idée. De nouveaux accords en matière de production renforceraient en tout cas la position des fournisseurs. Outre la potasse, les prix des engrais phosphorés et azotés avaient également baissé l'automne dernier. Eux aussi ont retrouvé le chemin de la hausse ces derniers mois.

### Conditions plus favorables

Nous sommes convaincus que le secteur de l'engrais et les services apparentés présentent d'excellentes opportunités pour un investissement au cours des années à venir. Plusieurs tendances structurelles favorisent en effet cette industrie. Ainsi, l'augmentation de la population mondiale accroît la nécessité d'une exploitation plus efficace des terres agricoles disponibles. En outre, l'augmentation du niveau de vie moyen et de la consommation de viande intensifie la pression

sur le potentiel de l'agriculture. Selon les Nations unies, la production alimentaire doit augmenter de 70% d'ici à 2050 pour venir à bout de la malnutrition actuelle et future dans le monde. Au niveau mondial, seuls 12% de la superficie terrestre sont adaptés à une agriculture intensive.

Plusieurs arguments suggèrent qu'une correction est imminente sur les Bourses américaines. Cependant, les conditions sont un peu plus favorables qu'il y a douze mois pour le secteur des engrais après la correction de l'an dernier. La semaine prochaine, nous nous pencherons davantage sur quelques entreprises individuelles (*Potash*, *Mosaic*) à la suite de la publication de leurs résultats trimestriels.

### Plusieurs possibilités

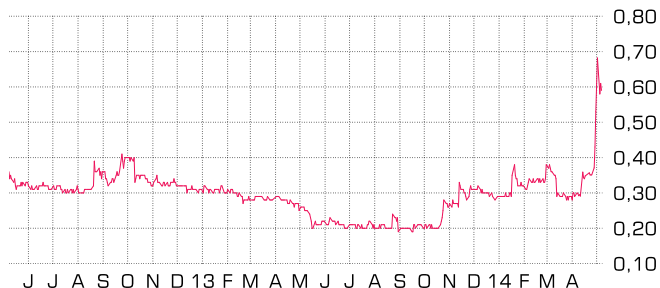
Cette semaine, nous discutons d'un investissement diversifié dans le secteur avec le **certificat Agribusiness** émis par **RBS Markets** et coté sur Euronext depuis août 2007 (code ISIN : NL0000696565). Libellé en EUR, il reflète l'évolution de **DAXglobal Agribusiness Total Return Index**. Cet indice a également une cotation distincte sur la Bourse allemande (code ISIN : DE000A0QY1U3). Après avoir atteint un pic à près de 700 points début 2008, l'indice était retombé à un tiers de ce niveau à la fin de la même année. Depuis, le **DAXglobal Agribusiness** a de nouveau doublé, mais il n'a pas suivi la large hausse boursière amorcée en 2011. Il fluctue depuis trois ans déjà dans une plage assez étroite de 100 points entre 480 et 580 points. Actuellement, l'indice **Agribusiness** se situe dans le haut de cette fourchette. Ce même indice est d'ailleurs également suivi par l'**ETF Agribusiness** de **Van Eck Global**, coté sur le NYSE Arca (ticker : **MOO**). Ce tracker est plus liquide que le certificat de **RBS**, mais est coté en USD.

L'indice **Agribusiness** est actuellement composé de 102 entreprises, mais les 10 premières participations représentent ensemble près de 58% de la valeur combinée des actifs. Un top10 dans lequel sont représentés les 3 producteurs canadiens de potasse : *Potash Corp.* prend à son compte 6,8% de l'indice, suivi par *Mosaic* (4,3%) et *Agrium* (4,05%). Les trois plus grandes participations sont *Monsanto*, *Syngenta* (tous deux 8%) et *Deere* (7%).■



## Marché en graphiques

### OPTION



**Cours:** 0,59 EUR  
**Ticker:** OPTI Bruxelles  
**Code ISIN:** BE0003836534

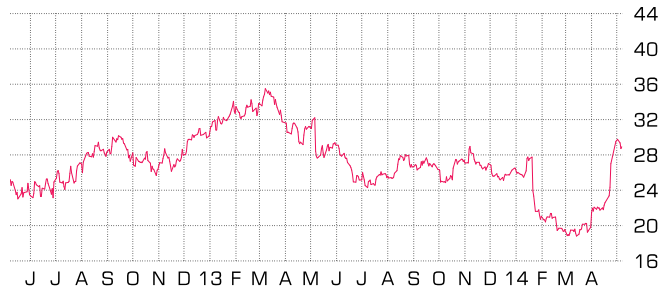
**Conseil:** vendre  
**Risque:** élevé  
**Rating:** 3C

Début avril dernier, le spécialiste de la communication de données a relevé son capital de 12 millions EUR. Marc Coucke a souscrit pour 2,7 millions EUR et le groupe de construction Matexi pour 4 millions EUR. Cette opération de capital était nécessaire car Option ne disposait que de 1,6 million EUR de liquidités. Le groupe est en pleine transformation vers la communication machine-à-machine. Dans ce segment, Option espère fournir un élément crucial : la passerelle Cloudgate qui collecte les informations provenant des capteurs et des machines, et les transmet pour un traitement ultérieur. Depuis l'investissement de Marc Coucke, le cours de l'action a presque doublé. Option a encore du chemin à faire. Attendons de voir si son nouveau produit rencontre le succès escompté.

### Pour tout conseil en placement

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

### ALSTOM

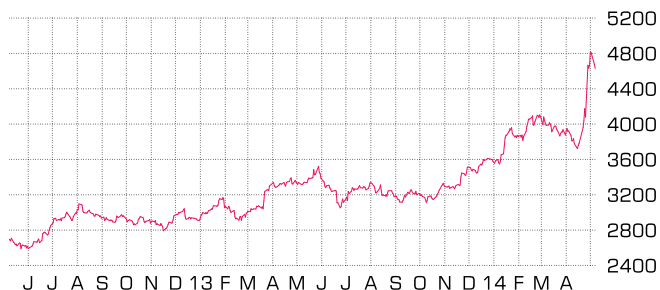


**Cours:** 28,92 EUR  
**Ticker:** ALO Paris  
**Code ISIN:** FR0010220475

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

Le conglomérat américain General Electric a lancé une offre de 12,35 milliards EUR sur la division Energie d'Alstom. Ce groupe français fabrique notamment les TGV, trams et métros, tandis que sa branche Energie conçoit des éoliennes, des générateurs et des systèmes de contrôle pour les centrales énergétiques. Le gouvernement français demande cependant des garanties pour l'indépendance en matière d'approvisionnement d'énergie. Il préférerait une offre de Siemens. Ce dernier est en tout cas autorisé à consulter les livres comptables d'Alstom. Une surenchère aura-t-elle lieu ? La tendance de l'action Alstom est en tout cas à nouveau haussière. A 25 EUR se trouve la première zone de soutien horizontale importante.

### ASTRAZENECA PLC

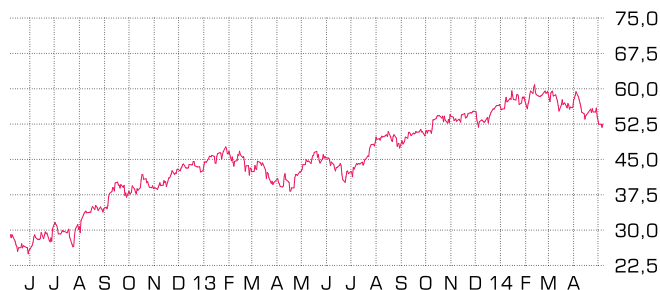


**Cours:** 4.631,00 PNC  
**Ticker:** Londres  
**Code ISIN:** GB0009895292

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

Un autre groupe américain, non des moindres, puisqu'il s'agit du plus grand spécialiste pharma au monde, entend bien faire main basse sur le groupe britannico-suédois AstraZeneca. Pfizer a relevé son offre de 46,61 à 50 GBP par actions AstraZeneca, ce qui valorise le groupe européen à 63 milliards GBP. L'offre a cependant été rapidement refusée par AstraZeneca. Cette acquisition serait la plus importante de l'histoire des entreprises britanniques, et l'Etat estime donc avoir son mot à dire. La tendance d'AstraZeneca demeure largement haussière. La saga n'est certainement pas terminée. Une surenchère est possible.

### BNP PARIBAS



**Cours:** 52,52 EUR  
**Ticker:** BNP Paris  
**Code ISIN:** FR0000131104

**Conseil:** vendre  
**Risque:** moyen  
**Rating:** 3B

Les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre de la banque française dont l'Etat belge est le plus grand actionnaire sont très corrects, voire supérieurs aux prévisions de certains analystes : le bénéfice net s'est accru de 5,2 %, à 1,67 milliard EUR, alors que les dépôts de la branche Retailing ont augmenté de 5,4 %. Pourtant, le cours de l'action a reflué, en conséquence de la lourde amende qui menace le groupe pour avoir contourné les sanctions américaines contre des pays comme le Soudan. BNP Paribas a averti que la provision de 1,1 milliard USD constituée à cet effet en 2013 pourrait ne pas suffire. Sur le graphique, on constate des signes de formation de sommet. A court terme, la tendance est redevenue baissière. Nous abaissons notre conseil.

# Combinaisons à la hausse sur Sanofi

Le secteur pharma fait beaucoup parler de lui en ce moment. L'offre de reprise de Pfizer sur AstraZeneca est l'une des raisons. Chez ThromboGenics également, nous anticipons une acquisition. Le groupe français **Sanofi (77,15 EUR)** est cependant d'un autre calibre. En raison de l'euro vigoureux, les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre de cette année furent légèrement décevants. Plus important cependant, Sanofi est parvenu à confirmer le retournement de tendance du chiffre d'affaires (CA) qui s'était amorcé au dernier trimestre de l'an dernier. Qui plus est, les plateformes de croissance se sont encore mieux comportées et certaines ont même présenté une croissance à deux chiffres. Sanofi dispose pour l'heure d'un intéressant pipeline. Les résultats de l'étude de phase III de Toujeo, contre la fièvre des marais, ont répondu aux attentes. Une approbation est donc très probable. En outre, le groupe prévoit pour cette année d'annoncer pas moins de neuf résultats supplémentaires de phase II. Au

cours actuel, le titre capitalise 14,5 fois le bénéfice escompté pour 2014, ce qui n'est pas cher, à plus forte raison parce que le groupe français est proche d'une nouvelle phase de croissance. A moyen terme, nous prévoyons donc une hausse de cours. Des combinaisons d'options ciblées vous permettront de miser sur ce scénario. Pour des options sur Sanofi, vous pouvez vous tourner vers Euronext Paris ou la Bourse américaine. Sur Euronext, les options les plus longues (jusqu'en décembre 2018) ne changent pas de mains, c'est pourquoi nous leur préférons celles qui viennent à échéance en juin 2015 et ont donc une échéance d'un peu plus d'un an.

### Spread haussier défensif

**Achat call juin '1572 @ 7,60 EUR**

**Emission call juin '1580 @ 3,90 EUR**

Ce spread haussier défensif est peu risqué car vous n'y investissez que 370 EUR. L'achat du call juin 2015 au prix d'exercice de 72 coûte 760 EUR, mais l'émission du call juin 2015 au prix d'exercice de 80 vous permet de récupérer 390 EUR. Si le cours de Sanofi s'échange à l'échéance à 75,90 EUR, 2% sous le cours actuel, vous n'actez ni gain ni perte. Sous 72 EUR, vous perdez la totalité de votre mise, mais en cas de cours supérieur à 75,90 EUR, votre bénéfice augmente rapidement. Idéalement, le cours doit se hisser à au moins 80 EUR. Cette hausse de 4% par rapport au cours actuel produit à

l'échéance un bénéfice de 430 EUR sur votre mise de 370 EUR, soit plus du double.

### Spread haussier plus agressif

**Achat call juin '1580 @ 3,90 EUR**

**Emission call juin '1588 @ 1,75 EUR**

Dans la mesure où le nombre de séries d'options est limité, vous n'avez pas beaucoup de choix. Ce spread haussier plus agressif se compose de l'achat du call juin 2015 au prix d'exercice de 80 décrit dans le premier exemple. En parallèle, vous émettez le call 88 ayant la même échéance. Cette vente vous rapporte 175 EUR et réduit votre mise à 215 EUR (390 - 175). Pour réaliser une plus-value, il faut que le cours de Sanofi s'échange à l'échéance à au moins 82,15 EUR (+6%), où se situe le break-even. En cas de cours plus élevé encore, vous êtes en bénéfice, et si le cours atteint 88 EUR, vous empochez la plus-value maximale de 585 EUR, soit 272% de plus que votre mise. Pour cela, une hausse du cours de l'action Sanofi de 14% est nécessaire.

### Emission put

**Emission put juin '1572 @ 6,30 EUR**

Pour l'émission du put juin 2015 au prix d'exercice de 72, vous percevez une prime de 630 EUR, ce qui suppose que vous payiez les actions 65,70 EUR dans l'hypothèse où vous devez les acheter. Vous disposez en d'autres termes d'une marge à la baisse de 15%, ce qui est acceptable. ■

## Questions des lecteurs

*L'action CFE s'est montrée très performante ces derniers mois. Le temps est-il venu de vendre ?*

L'action du groupe de construction et de dragage **CFE** est effectivement très performante depuis septembre de l'an dernier, avec une hausse de plus de 80%. Une hausse intervenue après l'annonce qu'*Ackermans & van Haaren (AvH)* avait apporté dans CFE sa participation de 50% dans **DEME**. CFE détendait déjà les autres 50% de **DEME**, un acteur d'envergure mondiale dans les travaux de dragage. AvH possède maintenant 60,4% des

actions de CFE. Mais surtout : la propriété de **DEME** positionne davantage CFE comme une entreprise de dragage, un élément qui a une influence positive sur la valorisation du groupe. Tout n'est pas rose pour autant. En 2013, les activités dans la construction (pôle Contracting) ont encore subi l'impact de la morosité qui prévaut dans le secteur européen de la construction. L'entreprise a dû lancer deux avertissements sur bénéfices en raison de résultats décevants dans les divisions Construction et Multitechniques. Contracting a ainsi enregistré un résultat opérationnel (EBIT) négatif de 29,5 millions EUR en 2013, contre un bénéfice de 5 millions EUR en 2012. Le chiffre d'affaires (CA) de la division a

pourtant progressé de 8,4% à 977 millions EUR alors que le carnet de commandes a grossi de 9,6% à 1,31 milliard EUR. Récemment, CFE a annoncé avoir décroché – avec ses partenaires *Unibail-Rodamco* et *Besix* – le contrat de *Neo 1*, l'énorme projet de développement et de réaménagement du plateau du Heysel. CFE prendra à son compte 33% de la partie résidentielle (début du projet à partir de 2017). AvH possède également ses propres activités dans la construction par le biais des entreprises générales *Van Laere* et on ne connaît pas encore ses intentions concernant le pôle Contracting de CFE. **DEME** a connu une excellente année 2013 avec une augmentation du CA de 32,2% à 1,27 milliard EUR (participation

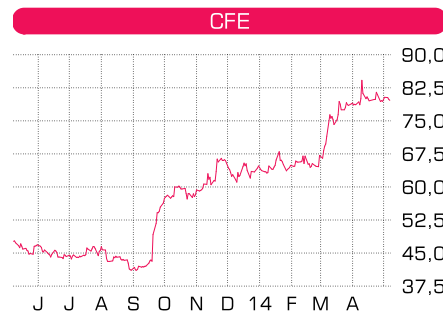
de 50%) et une hausse de l'EBIT de 52,2% à 105,1 millions EUR. Le carnet de commandes (participation de 100%) a reculé de 8,1%, mais reste confortable à 3,05 milliards EUR. DEME a clôturé son important programme d'investissement 2008-2013 l'an dernier, et la position nette d'endettement (711 millions EUR fin 2013) devrait diminuer au cours des années à venir. A près de 19 fois le bénéfice attendu en 2014 et à un rapport valeur d'entreprise/cash-flow opérationnel (EBITDA) récurrent 2014 de 6,2, nous ne voyons guère de potentiel haussier à ce stade. Les excellentes perspectives pour DEME et la possibilité de création de valeur supplémentaire au sein des activités de la construction par AvH nous incitent cependant à confirmer l'avis «conserver» (2B).

### Pouvez-vous dresser un dernier état des lieux sur Velcan Energy ?

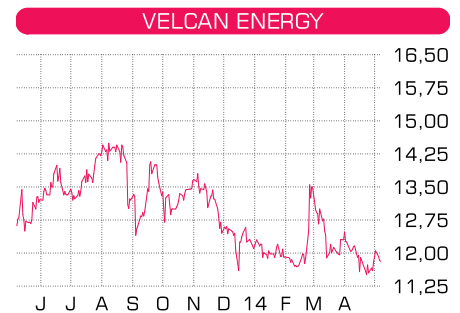
Le spécialiste français des petites centrales hydroélectriques (jusqu'à 200 mégawatts; MW) a réalisé une belle progression en 2013. Le portefeuille de concessions total a grossi de 628 MW fin 2012 à 860 MW. La seule centrale déjà en service se trouve au Brésil (*Rodeio Bonito*) et a une capacité de 15 MW. En Inde, plusieurs étapes ont été franchies dans les trois projets décrochés dans le cadre de la grande concession de 571 MW à *Aru-*

## VELCAN ENERGY COMMENCE ENFIN À ALLER DE L'AVANT

*nachal Pradesh*. Les auditions publiques ont été un succès et **Velcan Energy** espère recevoir les premières autorisations cette année pour deux projets, *Tato1* (186 MW) et *Heo* (240 MW). Au Laos, Velcan collabore avec la société d'Etat *Electrical Construction and Installation (ECI)* sur deux projets (93 MW au total). Le groupe met la dernière main aux plans de développement de Nam Phouan (52 MW) et espère encore pouvoir entamer la construction de la centrale en 2014 (budget de 60 millions EUR). En Indonésie enfin, Velcan possède trois concessions (128 MW au total). *Meurebo 2* (59 MW, propriété à 70%), développé avec le groupe national



♦ **Cours:** 79,65 EUR  
 ♦ **Ticker:** CFEB Bruxelles  
 ♦ **Code ISIN:** BE0003883031



♦ **Cours:** 11,81 EUR  
 ♦ **Ticker:** ALVEL Alternext Paris  
 ♦ **Code ISIN:** FRO010245803



indonésien de services d'utilité publique *PT PLN*, se trouve entre-temps au dernier stade de préparation.

En 2013, le CA a baissé à 4,6 millions EUR (4,9 millions EUR en 2012) à la suite de la dépréciation du réal brésilien (BRL). Par le biais de nouveaux contrats à long terme, l'entreprise a déjà vendu 90% de la production de *Rodeio Bonito* jusque fin 2016 avec une indexation annuelle en BRL de 5%. Grâce à une forte réduction des charges opérationnelles (-31%), les cash-flows opérationnels (EBITDA) ont progressé de 0,3 million EUR en 2012 à 1,2 million EUR en 2013. Pertes de change et baisse des revenus financiers ont plongé le résultat net dans le rouge à hauteur de 4,1 millions EUR (contre bénéfice net de 4,3 millions EUR en 2012). Les fonds propres ont diminué à 117 millions EUR (-9%), soit 19,6 EUR par action, actions propres rachetées comprises. La confortable trésorerie a baissé de 91 à 84 millions EUR, soit 10,8 EUR par action (14 EUR en tenant compte des actions propres rachetées). Cette baisse est une conséquence des effets de change (-3,7 millions EUR) et de pertes latentes sur des produits dérivés (-2,3 millions EUR). Velcan a récemment annoncé vouloir fusionner ses entités française et luxembourgeoise, l'entité luxembourgeoise devenant la nouvelle société mère. Pour l'actionnaire, cela ne changera rien. **Nous continuons à apprécier cette action réservée toutefois aux investisseurs à long terme, patients (1B). ■**

## Agenda

### Lundi 12 mai

Roularta Media, Tubize (fin): déclaration intermédiaire T1

### Mardi 13 mai

Allemagne: indicateur ZEW  
 Agfa-Gevaert, Boskalis: déclaration intermédiaire T1  
 Deceuninck, E. ON, Tigenix: résultats T1

### Mercredi 14 mai

USA: PPI  
 Ablynx, Ageas: déclaration intermédiaire T1  
 Bekaert: résultats T1  
 Cisco Systems: résultats T3 2013-2014  
 Dexia: résultats T1  
 IBA, Leasinvest Real Estate: déclaration intermédiaire T1  
 RWE: résultats T1  
 Smartphoto, Solvac: déclaration intermédiaire T1

### Jeudi 15 mai

USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, masse monétaire  
 Aegon: résultats T1  
 BAM Group, Banimmo: déclaration intermédiaire T1  
 EVS: résultats T1  
 Imtech: déclaration intermédiaire T1  
 KBC: résultats T1  
 Kinopolis, Montea, Resilux, RHJ: déclaration intermédiaire T1  
 Vivend, Wal-Marti: résultats T1

### Vendredi 16 mai

USA: rapport d'activité avril, commandes industrielles  
 AvH: résultats T1  
 CFE, Elia, Galapagos, Moury Construct, Sapec, Xeikon: déclaration intermédiaire T1

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 (16,58%)</b>									
Deere & Company	US2441991054	83,60	75	USD	94,53	€ 5.090,65	4,11	1A	15A/14
Nutreco	NL0010395208	36,34	125	EUR	32,88	€ 4.109,38	3,32	1A	07A/14
Syngenta	CH0011037469	355,00	15	CHF	342,50	€ 4.215,90	3,41	1A	19A/14
Tessenderlo	BE0003555639	19,03	300	EUR	23,70	€ 7.110,00	5,74	2B	19B/14
<b>CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (45,31%)</b>									
Adidas	DE000A1EWWO	76,00	60	EUR	76,64	€ 4.598,40	3,71	1A	17AB/14
Bolloré	FR0000039299	380,00	10	EUR	450,05	€ 4.500,50	3,64	1A	13A/14
Casino	FR000125585	76,55	40	EUR	92,30	€ 3.692,00	2,98	2A	16AB/14
Coca Cola	US1912161007	39,12	160	USD	40,91	€ 4.699,94	3,80	1A	17AB/14
Henkel	DE0006048432	78,08	60	EUR	82,78	€ 4.966,80	4,01	1A	14B/14
Intel	US4581401001	24,80	250	USD	26,37	€ 4.733,61	3,82	1B	17AB/14
LVMH	FR000121014	126,70	30	EUR	140,10	€ 4.203,00	3,39	1A	16AB/14
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	125	PNC	3.222,66	€ 4.908,40	3,96	1A	07B/14
Standard Chartered	GB0004082847	1.425,00	350	PNC	1.280,50	€ 5.460,89	4,41	1B	11B/14
Telefonica	ES0178430E18	11,48	350	EUR	11,92	€ 4.172,00	3,37	1B	11A/14
Volkswagen VA	DE0007664039	177,25	25	EUR	188,95	€ 4.723,75	3,82	1A	12A/14
Yum! Brands	US9884981013	69,49	100	USD	75,77	€ 5.440,51	4,39	1A	19A/14
<b>ÉNERGIE (9,20%)</b>									
Fred Olsen Energy	N00003089005	246,78	225	NOK	183,40	€ 5.017,94	4,05	1A	18AB/14
Royal Dutch Shell A	GB00B03MLX29	26,93	150	EUR	28,76	€ 4.314,00	3,48	1A	11B/14
Uranium Participation	CA9170171057	5,75	650	CAD	4,79	€ 2.053,22	1,66	1B	11B/14
<b>OR&amp;MÉTAUX (4,52%)</b>									
Lumina Copper	CA55025N1042	6,51	1.500	CAD	5,66	€ 5.598,79	4,52	1C	15B/14
<b>VIELLISSEMENT (18,15%)</b>									
Essilor	FR000121667	73,22	60	EUR	77,37	€ 4.642,20	3,75	1A	11A/14
Novo Nordisk	US6701002056	34,96	125	USD	43,51	€ 3.905,18	3,15	2A	15B/14
Sanofi	FR000120578	75,45	60	EUR	78,56	€ 4.713,60	3,81	1A	19A/14
Thrombogenics	BE0003846632	10,43	250	EUR	21,30	€ 5.325,00	4,30	2C	17AB/14
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	51,77	€ 3.882,75	3,14	2A	18AB/14

## PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	116.078,40	93,76	7.722,17	6,24	123.800,57	+6,8

**Ordres d'achat :** nous avons acheté 70 actions Royal Dutch Shell à 28,63 EUR

**Ordres de vente :** nous avons vendu 20 actions Casino à 90,11 EUR; 50 actions Schlumberger à 101,05 USD et 25 actions Tubize à 50,90 EUR; nous vendons 100 actions Tessenderlo à minimum 23,05 EUR

(\*) 1 : acheter 2 : conserver 3 : vendre A : risque faible B : risque moyen C : risque élevé

## Tessenderlo ressuscité

Ce titre est bien entendu un clin d'œil à la perception qu'ont de la situation de nombreux investisseurs, même si nous la trouvons excessive. Le cours a en tout cas réagi très positivement au trading update du 1<sup>er</sup> trimestre de **Tessenderlo Group**. L'an dernier, le groupe a pris la mauvaise habitude de décevoir ses actionnaires avec ses résultats. Ce n'est donc pas le cas cette fois. Son chiffre d'affaires (CA) s'est tassé de 18,5%, à 396,4 millions EUR, mais si l'on considère le CA «comparable» (hors achats et investissements), il s'est en définitive accru de 3,8%, soutenu probablement par un hiver clément par rapport à l'an dernier.

La bonne surprise vient cependant du redressement du cash-flow opérationnel récurrent (REBITDA) de 33,8%, à 39,7 millions EUR, un chiffre nettement supérieur au consensus des analystes, qui tablaient sur un repli ultérieur à 20,6 millions EUR. L'estimation la plus optimiste s'élevait à 22,8 millions EUR. Le REBITDA «comparable» s'est accru de 27,9%, à 41,8 millions EUR. Les mesures de réductions de coûts commencent donc à faire effet.

### Réduire (temporairement) la participation

Tout comme *Picanol* (lire par ailleurs ses résultats), Tessenderlo demeure

prudent dans ses prévisions pour le restant de l'année : il table sur un REBITDA «légèrement» plus élevé qu'en 2013. Tessenderlo Group est selon nous une valeur de base pour notre portefeuille dans une perspective de plusieurs années. Pour la première fois, le cours a dépassé le cours d'achat de 22 EUR par action payé par Picanol pour sa participation de référence. D'autre part, la pondération a augmenté en conséquence et le potentiel est donc réduit pendant quelque temps. D'où notre limite de vente sur une partie de notre participation. Nous abaissons notre conseil (**rating 2B**). A long terme, c'est cependant l'une de nos favorites. ■

**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 :** wvd 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.

