



Pour tout conseil en placement

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

29 mai 2015 - n° 22AB

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

L'« autre » or noir

Sommaire

ACTIONS 2-5

Ablynx,
Banimmo,
Gimv,
Cisco Systems

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Peabody Energy

DÉRIVÉS 8

Céréales

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

Ackermans & van Haaren,
Celyad,
Greenyard Foods,
Yahoo

OPTIONS 10

Potash Corp.

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

ThromboGenics,
Yingli Green

PORTEFEUILLE 12

First Quantum Minerals

Index d'actions

Ablynx	2
AvH	9
Banimmo	3
Celyad	9
Cisco Systems	5
First Quantum Minerals	12
Gimv	4
Greenyard Foods	9
Peabody Energy	7
Potash Corp	10
Thrombogenics	10
Yahoo	9
Yingli Green	11

L'un des événements les plus notables survenus sur les marchés financiers l'an dernier fut indubitablement la chute du prix du pétrole de plus de 100 USD le baril de *Brent* (159 litres ou 42 gallons américains de pétrole de la Mer du Nord) à moins de 60 USD en fin d'année. Une chute qui s'est encore accélérée en début d'année, pour aboutir à un plancher de quelque 45 USD à la mi-janvier. Plus de quatre mois plus tard, le même baril de Brent est pourtant revenu à 67 USD, soit la moitié de plus qu'en janvier et plus de 15% supplémentaires en comparaison avec le début d'année.

L'an dernier, l'Arabie Saoudite, « pays-clé » au sein de l'OPEP (coût de production moyen de 27 USD le baril et réserves gigantesques) a laissé l'or noir plonger pour des raisons politico-stratégiques. Sans ces dernières, le pays aurait réduit sa

propre production et le repli n'aurait jamais pris de telles proportions. L'objectif était avant tout d'arrêter l'essor des « nouvelles » méthodes de production de pétrole comme les forages en haute mer, les sables bitumineux et le pétrole de schiste. Ces techniques sont à peine rentables lorsque le pétrole s'affiche à 50 USD ou moins, et plusieurs projets sont alors menacés de survie.

Charbon gris

Ce choc pétrolier n'est à l'évidence pas sans conséquences sur les prix des autres sources d'énergie. Il y a cent ans, c'était le charbon qui était qualifié d'or noir. Chez nous aujourd'hui, ce combustible est perçu comme polluant et désuet. Au cours de la dernière décennie, l'industrie charbonnière a été déclarée morte plusieurs fois déjà dans le

monde occidental. Pourtant à l'échelle mondiale, le charbon, matière première ou combustible, demeure indispensable. Même si les domaines d'application ont changé avec le temps. Aux Etats-Unis, on utilise surtout le « thermal coal » pour la production électrique (36% de l'approvisionnement en énergie) et le charbon bon marché est en concurrence avec le gaz naturel (29%). La surproduction (essor du gaz de schiste) se traduisait jusqu'il y a peu par un prix du gaz naturel très faible (moins de 3 USD par million de BTU ou environ 27 millions m³). Sans compter les normes environnementales plus strictes. En Chine, le charbon est utilisé avant tout pour la production d'acier (« metallurgical coal ») et à cet égard, le ralentissement de la croissance joue aussi un rôle, outre l'accroissement de la production (propre) de charbon.

LE CHARBON, MATIÈRE PREMIÈRE OU COMBUSTIBLE, DEMEURE INDISPENSABLE À L'ÉCHELLE MONDIALE

Récemment, le prix du gaz naturel américain s'est à nouveau hissé au-delà des 3 USD et nous pensons que le plancher a dès lors (au moins temporairement) été atteint. C'est pourquoi nous osons revenir à **Peabody Energy**, le plus grand producteur de charbon au monde, actif aux USA mais aussi en Australie (lire le *Flash* en p. 7). Peabody présente d'importants avantages en matière de coûts mais son cours a imposé parallèlement au prix du charbon et au reste du secteur ces derniers mois et années (de 74 USD en 2011 à moins de 4 USD aujourd'hui). Bien que peu probable, une augmentation de capital n'est pas à exclure à court terme. Cette action est réservée, autrement dit, à l'investisseur plus actif et conscient des risques. Les positions resteront limitées dans tous les cas. ■

Actions belges

PHARMA Ablynx

L'entreprise biotechnologique belge Ablynx a annoncé une opération surprise de financement la semaine dernière. Avec une position de trésorerie plus que confortable de 193,3 millions EUR fin mars et une consommation attendue de liquidités de 70 à 80 millions EUR en 2015, il ne semblait pourtant pas nécessaire de collecter de l'argent frais à court terme. Ablynx est cependant parvenue à émettre une obligation convertible de 100 millions EUR à 5 ans à des conditions très favorables. Elle ne paie que 3,25% d'intérêts, et le cours de conversion – auquel l'obligation peut être échangée contre des actions nouvelles – s'élève à 12,93 EUR par action, soit une prime de 26,5% sur le cours de référence. D'ici au mois de mai 2020, 7,53 millions d'actions nouvelles au maximum pourront être émises (dilution maximale de 14,2%). L'entreprise s'est ainsi nettement renforcée en vue de l'établissement de sa stratégie commerciale pour le *caplacizumab*, un médicament utilisé pour le traitement du *TTP*, une maladie du sang potentiellement mortelle. Toutes les pistes restent ouvertes, et la décision devrait tomber plus tard dans l'année. Sur la base des excellents résultats d'une étude de phase II, Ablynx a déjà décidé d'introduire une demande



Cours: 10,45 EUR
Ticker: ABLX Bruxelles
Code ISIN: BE0003877942



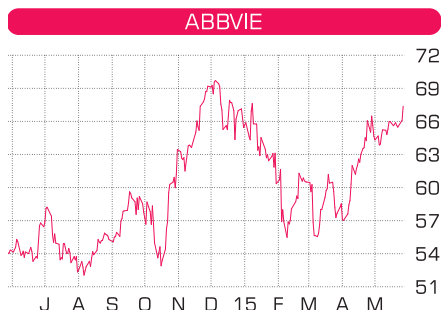
d'approbation provisoire en Europe au 1^{er} semestre 2017. Le médicament pourrait ainsi arriver sur le marché en 2018. Parallèlement, une étude de phase III sera lancée au 2^e semestre 2015. Ses résultats sont attendus fin 2017. S'ils sont positifs, la demande d'approbation auprès de la FDA (l'agence américaine des médicaments; décision en 2019) et la demande d'approbation définitive en Europe suivront en 2018. En outre, Ablynx veut poursuivre autant que possible le développement clinique de l'ALX-0171 – le premier nanocorps inhalé contre les infections pulmonaires causées par le VRS chez les jeunes enfants – de manière autonome. Une étude de phase IIa est en cours (35 patients, résultats au printemps 2016), et en cas de résultats positifs, une étude de phase IIb sera lancée à l'automne 2016 sur au moins 150 enfants. Enfin,

Ablynx veut accélérer le développement de son propre pipeline préclinique. La semaine dernière, un partenariat a été annoncé avec *Genzyme* qui autorise la filiale de *Sanofi* à tester des nanocorps dans le cadre d'une nouvelle approche du traitement de la sclérose multiple. Si les résultats sont positifs, un contrat de licence pourrait suivre. Ablynx a renégocié un contrat de collaboration conclu en 2013 avec *Merck Serono* (MS). Finalement, deux des cinq programmes en cours seront poursuivis, les trois restants revenant chez Ablynx. Les trois autres contrats conclus avec MS (datant de 2008, 2010 et 2011) restent en vigueur. Le projet le plus avancé est une étude de phase Ib avec l'ALX-0761 contre le psoriasis (résultats avant la fin de l'année). Entre-temps, les deux études de phase II sur l'ALX-0061 contre le rhumatisme ont été lancées – résultats attendus au 2^e semestre 2016 –, et une étude de phase II avec l'ALX-0061 contre le lupus (résultats en 2018) le sera cet été. ■

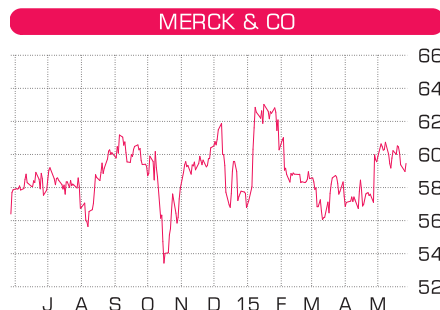
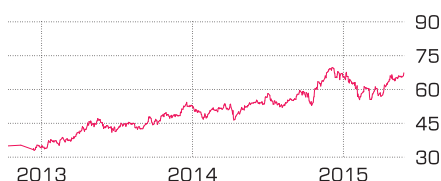
Conclusion

Nous voyons dans la nouvelle opération de financement un signe des ambitions croissantes d'Ablynx. L'entreprise dispose de la force de frappe financière nécessaire pour valoriser pleinement un pipeline de plus en plus mature. Ne perdez pas de vue le risque supérieur à la moyenne inhérent aux biotechnologies !

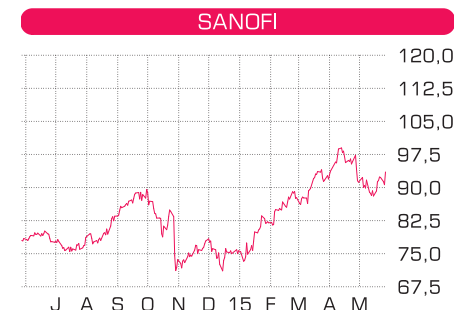
Conseil: digne d'achat
Risque: élevé
Rating: 1C



Cours: 67,38 USD
Ticker: ABBV NYSE
Code ISIN: US00287Y1091



Cours: 59,46 USD
Ticker: MRK NYSE
Code ISIN: US58933Y1055



Cours: 93,53 EUR
Ticker: SAN Paris
Code ISIN: FR0000120578



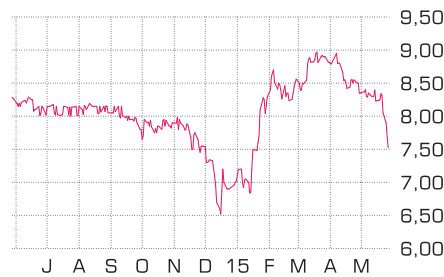
Actions belges

IMMOBILIER Banimm



Banimm se positionne comme un acteur capable de construire ou de rénover des actifs immobiliers qui répondent aux exigences et normes les plus strictes des investisseurs institutionnels finaux. Ces projets « *built-to-suit* » réalisés sur mesure pour les locataires permettent de conclure des baux à plus long terme, ce qui réduit le risque d'inoccupation. Il peut s'agir d'immeubles de bureaux, d'immeubles commerciaux, voire d'hôtels, de maisons de repos... Depuis un temps, Banimm concentre ses activités sur le repositionnement de biens immobiliers: Soit la réhabilitation technique ou commerciale de biens immobiliers sous-valorisés ou obsolètes, pour ensuite les louer à plus long terme, ou, *in fine*, réaliser une plus-value à la vente. Banimm est active en Belgique/Luxembourg (pour trois quarts du portefeuille) et en France (un quart). Le dividende a été supprimé pour les exercices 2013 et 2014 en raison des pertes nettes d'un peu moins de 14 millions EUR (2013) et 9,3 millions EUR (l'an dernier). Le résultat opérationnel récurrent s'est écrit encore une fois à l'encre noire (REBIT 2013: 2,56 millions EUR et 2014: 1,49 million). La double perte nette est imputable à des dépréciations de

BANIMMO A



♦ **Cours:** 7,52 EUR
♦ **Ticker:** BANI Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003870871



valeur sur *Urbanove* (autrefois *City-Mall*), un projet acquis à l'époque pour 19,6 millions EUR. Cette participation a été totalement amortie en 2 fois. Son partenaire *L'Immobilière Huon* a été racheté début novembre de l'an dernier, et la société de gestion a été rebaptisée *Urbanove Shopping Development*, dans laquelle Banimm détient une participation majoritaire (54,4%). Cela dit, celle-ci est encore associée à une charge de dette de 35 millions EUR. *Urbanove* comprend un terrain à développer à Charleroi, et deux centres commerciaux, l'un à Namur (22.500 m²) et l'autre à Verviers (29.700 m²). La vente de ces deux centres devrait permettre d'éponger la dette. La « remise à zéro » de *CityMall* a naturellement affecté la valeur intrinsèque du groupe ces dernières années. La valeur intrinsèque nette s'est contractée de 15,08 EUR par action fin

2012, à 10,66 EUR par action à la mi-2014. Le premier trimestre a offert une image mitigée. La meilleure nouvelle est tombée fin avril : la société *Tetris Offices*, développée dans le *Tetris Business Park Ghent* et louée à *Deloitte*, a été vendue pour 22,6 millions EUR. La plus-value s'ajoutera aux chiffres semestriels. Pour renforcer sa structure bilantaire, le groupe a levé 44 millions EUR de capitaux par une émission obligataire sur 5 ans auprès des institutionnels. Les activités commerciales et locatives peuvent encore s'améliorer, mais le tableau n'est pas sombre pour autant. Un des projets les plus intéressants est la construction de nouveaux bureaux pour *BNP Paribas Fortis* à Charleroi (8000 m²), qui doit être terminée pour la fin de cette année. ■

Conclusion

Alors que la plupart des sociétés immobilières s'échangent moyennant une prime, Banimm affiche une décote. Le désastre *Urbanove* est peu à peu digéré. Un redressement de cours vers le niveau de sa valeur intrinsèque est progressivement possible, à plus forte raison si les résultats opérationnels s'améliorent. L'action demeure en Sélection.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

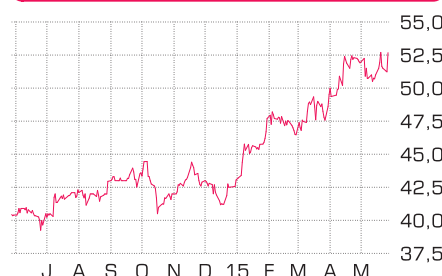
ATENOR GROUP



♦ **Cours:** 42,45 EUR
♦ **Ticker:** ATEB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003837540



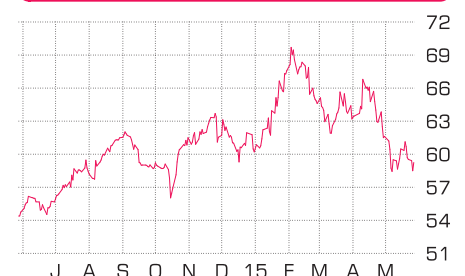
IMMOBEL



♦ **Cours:** 52,68 EUR
♦ **Ticker:** IMMO Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003599108



BEFIMMO-SICAFI



♦ **Cours:** 59,25 EUR
♦ **Ticker:** BEFB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003678894



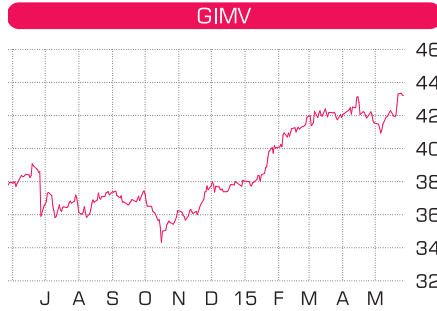
Actions belges

HOLDING

Gimv



Après trois années de vaches maigres, la société d'investissement Gimv peut offrir une année « grasse » à ses actionnaires. A l'exercice écoulé (qui s'est étendu d'avril 2014 à mars 2015 inclus), le groupe a dégagé un bénéfice de 136 millions EUR ou 5,35 EUR par action, ce qui signifie qu'il affiche un rendement sur fonds propres de 13,7% contrastant nettement avec le chiffre de l'année précédente (1,5%). Mais l'hirondelle ne fait pas le printemps, et Gimv devra confirmer au fil des prochaines années qu'il est capable de maintenir ce chiffre au-delà de la moyenne historique de 10% à travers le cycle conjoncturel. Les investisseurs n'en sont pas encore totalement convaincus. C'est pourquoi l'action est en retrait, malgré son ascension des derniers mois. Au cours des 12 derniers mois – et surtout des 6 derniers –, la société a pu tirer profit du redressement économique en Europe et d'un climat boursier favorable, ce qui a ouvert la voie à des désinvestissements lucratifs. Pour Gimv, les valorisations en hausse suggèrent surtout que le moment est venu de récolter ce qu'on a semé – un principe dont l'investisseur particulier peut d'ailleurs s'inspirer lui aussi. A l'exercice écoulé, Gimv a vendu des participations pour



► **Cours:** 43,20 EUR
► **Ticker:** GIMB Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0003699130



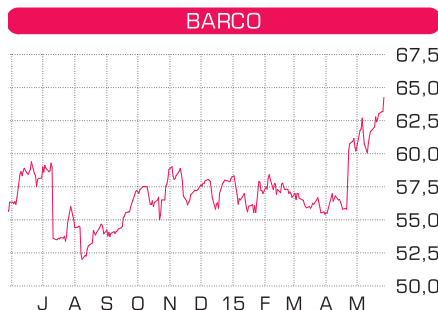
367,5 millions EUR. Ces désinvestissements ont eu lieu à 45% au-dessus de la valeur comptable et au double du prix de la valeur d'achat. Ces plus-values réalisées ont assuré, avec 102,6 millions EUR, l'essentiel du bénéfice. Il s'agit notamment de participations dans *Barco*, *Prosensa* et *Trustteam*. Cela dit, Gimv ne perd pas des yeux la croissance future et les plus-values potentielles. Il a donc investi 191 millions EUR, notamment dans *Melijoe.com*, *AlmaViva Santé*, *Europlasma* et *Ecochem*. Sa trésorerie est passée à 185 millions EUR, ce qui lui permettra de verser cette année le dividende de 2,45 EUR brut en espèces. De son côté, le portefeuille devrait lui aussi porter des fruits. Les valorisations relativement élevées en Bourse et la vague de fusions et d'acquisitions doivent permettre à la direction d'empocher plusieurs plus-values sur les actifs de son

portefeuille. L'élément perturbateur pourrait être un revirement conjoncturel, mais rien ne trahit son imminence actuellement. Le portefeuille de Gimv totalise toujours 920 millions EUR et est comptabilisé de manière assez conservatrice : la valeur d'entreprise de la moitié du portefeuille non coté (88% du portefeuille) représente 6,1 fois le cash-flow opérationnel (EBITDA), ce qui est nettement inférieur à la moyenne boursière. De meilleurs résultats de ces participations non cotées ont assuré l'essentiel des plus-values non réalisées de 45,9 millions EUR. La qualité de ces plus-values est donc bonne, car elle provient essentiellement d'une amélioration des résultats opérationnels et non de l'augmentation de la valorisation. ■

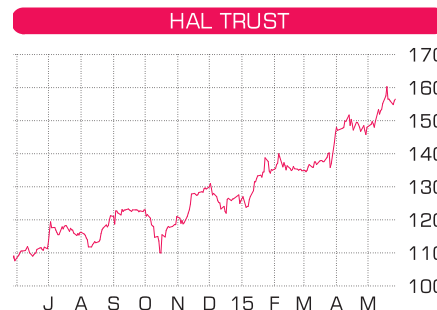
Conclusion

Le portefeuille de Gimv recèle suffisamment de valeur pour réitérer la performance de l'exercice écoulé. Les investisseurs peuvent acheter ce portefeuille à sa valeur comptable nette environ, qui est par ailleurs estimée de manière conservatrice. Si vous ne trouvez plus de bonnes affaires en Bourse, vous pouvez donc fouiner dans le portefeuille de Gimv. Son rendement de dividende demeure en outre attrayant. D'où notre relèvement de conseil et notre intégration en Sélection.

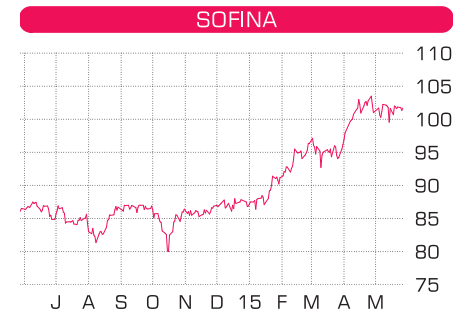
Conseil: digne d'achat
Risque: faible
Rating: 1A



► **Cours:** 64,26 EUR
► **Ticker:** BAR Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0003790079



► **Cours:** 156,50 EUR
► **Ticker:** HAL Amsterdam
► **Code ISIN:** BMG455841020



► **Cours:** 101,70 EUR
► **Ticker:** SOF Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0003717312



Actions hors Europe

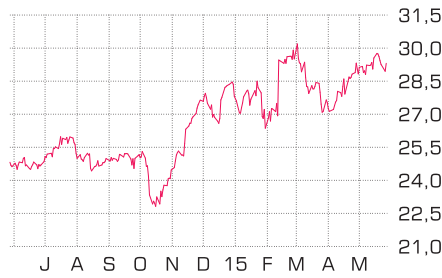
TECHNOLOGIE

Cisco Systems

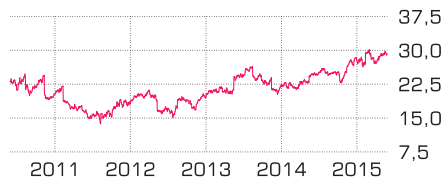


John Chambers, à la barre du producteur américain d'équipements pour réseaux depuis deux décennies, pourra laisser l'entreprise à son successeur le cœur léger après l'été. L'action Cisco a gagné près de 30% ces derniers mois et s'échange désormais à proximité de son plus haut niveau en plus de 7,5 ans. Le géant technologique américain a battu les attentes moyennes des analystes pour le 6^e trimestre consécutif au cours de la période de trois mois qui s'est terminée fin avril. Cisco a réalisé un chiffre d'affaires (CA) de 12,14 milliards USD, en hausse de 5,1% par rapport à l'an dernier, mais aussi de 1,7% par rapport au trimestre précédent. On remarquera que Cisco n'a guère souffert de l'appréciation du dollar (USD), en partie en raison de la contreperformance enregistrée sur les marchés émergents. La Chine reste d'ailleurs un cas à problème. Depuis le scandale des écoutes, les entreprises et administrations publiques chinoises achètent de moins en moins de technologie américaine pour leurs réseaux. Abstraction faite de la Chine, les activités asiatiques ont cependant enregistré une croissance de 8%. La Russie (-41%) et le Brésil (-10%) ont également connu des temps meilleurs. Cisco est plus dépendante du marché des entreprises et la baisse des investissements

CISCO SYSTEMS INC



Cours: 29,31 USD
Ticker: CSCO NASDAQ
Code ISIN: US17275R1023



des compagnies de télécommunications dans l'équipement réseau n'a pas été une surprise. Finalement, elle n'a guère eu d'impact sur la rentabilité du groupe, puisque le bénéfice net a grossi de 12%, à 2,44 milliards USD ou 0,47 USD par action. Les ventes de produits (77% du CA du groupe) ont augmenté de 5,7%, à 9,33 milliards USD. Du côté des services, la progression est restée limitée à 3,2%. Cisco a longtemps été impuissant face aux petits concurrents spécialisés dans la gestion de tâches de réseau au moyen de logiciels (*software defined networking* ou SDN) qui lui ravissaient des parts de marché. Mais le nouveau matériel Cisco dispose également de fonctionnalités SDN et a été très bien accueilli par le marché. Le CA provenant des *switches* a progressé de 6% grâce au succès de la ligne *Nexus*. Cisco continue à dominer ce segment avec une part de marché de

61,1%, loin devant le numéro deux *HP*, qui doit se contenter de 9,5% du marché. Les ventes de routeurs ont augmenté de 4%. La marge brute s'est maintenue à un niveau élevé (62,1%). Pour le trimestre en cours, Cisco vise une croissance du CA comprise entre 1% et 3%. Les prévisions moyennes des analystes pour l'ensemble de l'exercice font état de 3,6%. Cisco a également clôturé le 3^e trimestre de l'exercice fiscal avec 54,4 milliards USD en caisse. La dette totale s'élève à 21 milliards USD. Sous l'effet des cash-flows élevés, la trésorerie gonfle trimestre après trimestre. Malgré le programme de rachat d'actions propres et les distributions de dividendes, les cash-flows libres ont atteint 2,68 milliards USD au cours du trimestre écoulé. Cisco a largement de quoi procéder à des acquisitions et nous prévoyons au moins une importante transaction au cours des mois à venir, probablement dans les segments de l'entreprise qui connaissent la plus forte croissance (sécurité et data centers). ■

Conclusion

Cisco a confirmé l'évolution favorable de ces derniers trimestres et a été largement récompensé par le marché. A 14 fois le bénéfice attendu, Cisco s'échange du côté supérieur de la fourchette de valorisation moyenne de ces 5 dernières années. Les investisseurs intéressés ont donc intérêt à attendre un repli.

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

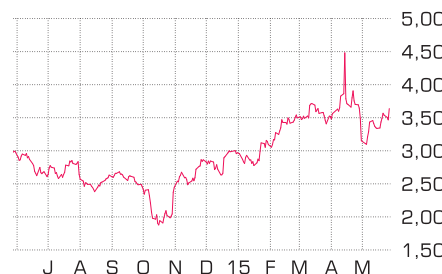
HEWLETT PACKARD



Cours: 33,78 USD
Ticker: HPQ NYSE
Code ISIN: US4282361033



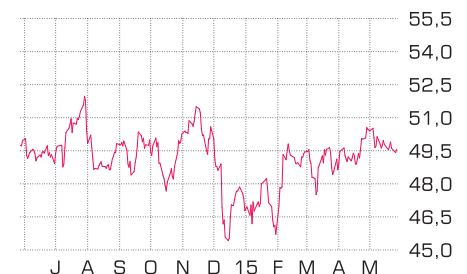
ALCATEL - LUCENT



Cours: 3,64 EUR
Ticker: ALU Paris
Code ISIN: FR0000130007



VERIZON COMMUNICATIONS



Cours: 49,57 USD
Ticker: VZ NYSE
Code ISIN: US92343V1044



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 : 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/e13	P/e14	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	79,27	USD	NASD	80,74	58,51	38,1	24,5	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	31,37	USD	NYSE	42,41	21,65	43,6	29,9	1,0	1C	Digne d'achat
Alcoa	12,79	USD	NYSE	17,75	12,65	12,5	10,8	0,9	2B	Conserver/attendre
Anfield Nickel	0,85	CAD	TOR	1,10	0,71	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	130,05	USD	NASD	134,54	88,93	14,5	13,5	1,6	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	53,17	USD	NYSE	53,91	41,63	16,0	14,9	2,2	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,39	AUD	ASE	1,69	1,18	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	11,70	USD	NYSE	19,49	10,04	18,9	12,1	1,6	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	144,75	USD	NYSE	155,36	122,72	18,6	17,4	0,0	2A	Conserver
Blackberry	12,60	CAD	TOR	15,10	7,78	-105,0	-140,0	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	143,00	USD	NYSE	158,83	116,32	16,8	15,4	2,5	3B	Vendre
Cameco	15,01	USD	NYSE	21,67	13,62	13,2	11,4	2,0	1C	Digne d'achat
Caterpillar	81,30	EUR	PAR	84,45	70,74	16,4	17,0	3,2	2B	Conserver/attendre
CF Industries	321,33	USD	NYSE	322,39	233,38	14,5	12,4	1,9	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	29,02	USD	NASD	30,31	22,49	13,4	12,7	2,9	2B	Conserver
Coca Cola	41,12	USD	NYSE	45,00	39,06	20,6	19,3	3,2	2A	Conserver/attendre
Coeur Mining	5,18	USD	NYSE	9,34	3,37	-6,0	-9,6	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	6,44	USD	NYSE	14,79	6,06	9,6	6,9	2,1	1B	Digne d'achat
Cresud	13,00	USD	NASD	15,17	9,07	-15,1	-36,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	94,36	USD	NYSE	94,88	78,88	17,8	18,0	2,7	2A	Conserver/attendre
Disney (Walt)	110,37	USD	NYSE	113,30	78,54	21,9	19,4	1,0	3B	Vendre
Dupont De Nemours	64,28	EUR	PAR	76,00	46,57	16,1	14,3	2,7	2B	Conserver
Ebay Inc	58,61	USD	NASD	60,93	46,34	18,8	17,2	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	74,90	USD	NYSE	77,46	58,50	23,7	21,3	2,7	2A	Conserver/attendre
Encana	12,76	USD	NYSE	24,83	10,53	-141,8	29,0	2,0	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	85,11	USD	NYSE	104,76	82,68	20,1	15,8	3,4	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	79,43	USD	NASD	86,07	61,79	39,5	30,1	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	176,66	USD	NYSE	183,51	138,30	19,8	16,3	0,5	3B	Vendre
First Quantum Minerals	16,33	CAD	TOR	27,29	9,89	25,9	9,9	0,6	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	50,56	USD	NASD	73,78	39,18	23,0	14,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	15,32	USD	NYSE	18,12	13,26	9,6	8,1	3,9	3B	Vendre
Formation Metals Inc	0,15	CAD	TOR	0,27	0,09	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Franco-Nevada	64,11	CAD	TOR	74,10	49,28	78,2	67,5	1,6	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	20,15	USD	NYSE	39,32	16,43	30,5	9,0	0,9	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,38	CAD	TOR	1,15	0,25	-38,0	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	27,52	USD	NYSE	28,68	23,41	19,9	16,9	3,4	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	35,81	USD	NYSE	38,99	28,82	8,0	7,0	4,0	3B	Vendre
Gold Fields	3,34	USD	NYSE	6,01	3,09	25,7	13,9	0,8	1C	Digne d'achat
Google	531,71	USD	NASD	599,65	487,56	18,8	16,3	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	33,78	USD	NYSE	41,10	31,00	9,2	8,8	1,9	3B	Vendre
Iamgold	2,51	CAD	TOR	4,57	1,62	-11,4	-16,7	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	172,00	USD	NYSE	196,40	149,52	10,8	10,5	3,0	1B	Digne d'achat
ICBC	17,78	USD	OTC	18,10	12,05	6,9	6,6	4,0	2B	Conserver/attendre
Intel	33,14	USD	NASD	37,90	26,66	15,3	13,8	3,0	3B	Vendre
Kinross Gold Corporation	2,29	USD	NYSE	4,47	2,00	76,3	25,4	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,12	CAD	TOR	0,23	0,12	-11,5	-11,5	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	19,44	USD	ARCX	27,78	16,45	-	-	0,6	1B	Digne d'achat
MasterCard	92,59	USD	NYSE	94,50	69,64	26,9	22,5	0,7	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	98,66	USD	NYSE	102,62	87,62	20,9	19,0	3,5	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	55,00	EUR	PAR	56,20	39,00	16,0	14,4	3,0	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	46,62	USD	NASD	50,05	39,82	19,2	16,4	2,5	3A	Vendre
Monsanto Company	118,56	USD	NYSE	128,79	105,76	20,5	17,7	1,6	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	46,59	USD	NYSE	53,83	40,32	14,0	12,9	2,2	2B	Conserver/attendre
Motorola Solutions Inc	59,06	USD	NYSE	70,26	57,79	18,2	15,3	2,3	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	27,03	USD	NYSE	27,90	17,60	20,3	21,0	0,4	1B	Digne d'achat
Nike	102,84	USD	NYSE	105,50	73,14	29,0	26,1	1,1	2B	Conserver
Novo Nordisk	57,52	USD	NYSE	57,70	41,72	30,1	24,7	0,9	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	3,43	USD	NYSE	17,21	3,40	-1,9	-4,1	0,2	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	96,38	USD	NYSE	100,76	86,34	21,3	19,6	2,9	2A	Conserver/attendre
Petrobras	8,60	USD	NYSE	20,94	4,90	9,1	7,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	34,30	USD	NYSE	35,53	27,51	16,7	15,0	3,3	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	32,18	USD	NYSE	38,58	31,39	14,0	12,3	4,5	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	79,39	USD	NYSE	93,89	77,29	20,0	19,0	3,3	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	54,58	USD	ARCX	70,88	54,64	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	20,79	USD	ARCX	24,86	20,68	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	69,10	USD	NASD	81,97	62,26	14,3	13,4	2,7	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	4,01	CAD	TOR	8,19	2,80	401,0	100,2	0,0	1C	Digne d'achat
Schlumberger	91,00	USD	NYSE	118,76	75,60	26,0	23,6	2,2	2A	Conserver/attendre



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e13	P/e14	Rend.	Rating	Conseil
Silver Standard Resources Inc	7,48	CAD	TOR	11,05	4,47	44,0	49,9	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	18,74	USD	NYSE	27,66	16,57	23,1	18,6	1,0	1B	Digne d'achat
Sociedad Quimica y Minera	19,95	USD	NYSE	31,61	15,02	15,2	13,0	5,6	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	113,89	USD	ARCX	129,21	109,67	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	245,55	USD	NASD	291,42	181,40	6.138,8	70,0	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,95	USD	NYSE	3,10	0,94	-23,8	6,8	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	19,30	USD	NYSE	46,12	13,28	8,9	-96,5	3,0	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	9,96	USD	NYSE	12,86	8,93	-	-	2,1	1C	Digne d'achat
Twitter	36,41	USD	NYSE	55,99	31,09	110,3	56,0	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,39	CAD	TOR	5,76	4,74	3,7	12,2	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	6,64	USD	NYSE	14,93	5,45	-36,9	19,0	2,5	1B	Digne d'achat
Vasco Data	25,64	USD	NASD	31,84	10,51	25,1	20,8	0,0	2B	Conserver/attendre
Vertex Pharmaceuticals	121,81	USD	NASD	137,50	63,68	-66,9	33,3	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	75,19	USD	NYSE	90,97	72,61	15,7	14,9	2,6	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	25,06	USD	OTC	26,85	22,79	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	42,28	USD	NASD	52,62	32,93	53,5	50,9	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	1,02	USD	NYSE	4,04	0,72	-1,9	-25,5	0,0	3C	*Vendre
Yum! Brands	91,98	USD	NYSE	95,90	65,81	26,4	22,6	1,8	2A	Conserver/attendre

Flash

PEABODY ENERGY

Au fond du trou

Le faible prix du gaz naturel et le durcissement constant des normes environnementales pèsent sur la consommation de charbon pour la production d'électricité (charbon thermique). Une suroffre sur le marché a entraîné un effondrement du cours du gaz naturel, ce qui a considérablement réduit l'avantage du charbon en matière de prix. Le gaz naturel est un combustible fossile plus propre, ce qui lui permet de ravir des parts de marché au charbon depuis plusieurs années déjà. Le problème du charbon utilisé pour la production d'acier (charbon métallurgique) est la stagnation de la consommation mondiale d'acier, qui a provoqué un recul de la production. La Chine, le plus grand producteur, a même réduit ses importations de charbon en 2014. Le cours du charbon métallurgique n'avait jamais été aussi bas depuis 7 ans. Peabody Energy, le premier producteur américain de charbon, est actif sur les deux marchés, ce qui lui procure un avantage sur la concurrence. Pour 2015, Peabody vise un volume vendu de 235 à 255 millions de tonnes, dont 180 à 190 millions de tonnes proviendraient des États-Unis, et 35 à 37 millions de tonnes d'Australie. Après avoir reculé de 60% l'an dernier, l'action Peabody a de nouveau perdu un peu plus de la moitié de sa valeur depuis le début de l'année après des résultats trimestriels décevants. L'ensemble du secteur est déjà logé même enseigne. *Patriot Coal* a fait faillite pour la deuxième fois en autant d'années,

Walter Energy peine à garder la tête hors de l'eau. L'action *Arch Coal* a déjà perdu 80%. Peabody s'en sort beaucoup mieux, même si tout est relatif. Le cœur du problème reste la surproduction et tant que l'équilibre entre l'offre et la demande n'est pas rétabli, aucun redressement durable de l'industrie du charbon ne sera possible. Mais on travaille enfin à une réduction de la production de charbon thermique alors que l'offre de charbon métallurgique va diminuer pour la première fois en trois ans. Peabody a enregistré sa 6^e perte trimestrielle consécutive. Elle a atteint 176,6 millions USD ou 0,65 USD par action. Une partie de cette perte (0,23 USD par action) est la conséquence de charges liées au remboursement anticipé d'une dette. Avec 166 millions USD, les cash-flows opérationnels ajustés (EBITDA) se sont établis du côté inférieur de la fourchette des prévisions (160 à 200 millions USD). Le chiffre d'affaires (CA) a baissé de 5,5% à 1,54 milliard USD sous l'effet combiné d'une baisse des volumes vendus (-1,1%) et du recul du cours du charbon. La vente de plusieurs actifs est envisagée pour consolider le bilan. Il s'agit à la fois de participations dans des actifs opérationnels aux États-Unis et en Australie, de réserves et de terres (200.000 hectares). Le producteur de charbon veut également économiser 685 millions USD d'ici au début 2017. Peabody a clôturé le 1^{er} trimestre avec des liquidités et des réserves d'un montant légèrement supérieur à 1 milliard USD et une dette à long terme de 6,3 milliards USD. Après le refinancement du début de l'année, aucun remboursement n'est prévu au cours des 3 prochaines années. Le dividende avait déjà été pour ainsi dire supprimé. Compte tenu des ventes prévues, il est

peu vraisemblable que Peabody connaisse des problèmes financiers à court terme. ■

Conclusion

Peabody essaie de compenser la baisse des cours par des réductions de coûts. Le marché les trouve cependant insuffisantes vu les nouveaux planchers du cours. La diversification des activités lui procure un avantage concurrentiel sur les autres entreprises du secteur. Mais Peabody ne pourra en profiter que si le prix du charbon se redresse enfin. L'action est (très) bon marché en matière de cours/valeur comptable (0,45 fois) et compte tenu des réserves de charbon et de la valeur des terrains. Mais notre ordre d'achat pour le portefeuille modèle s'adresse en premier lieu à l'investisseur conscient des risques (note C; risque élevé) en raison de la charge de dette et des risques d'augmentation de capital.

PEABODY ENERGY



♦ **Cours:** 3.43 USD
 ♦ **Ticker:** BTU NYSE
 ♦ **Code ISIN:** US7045491047



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

Cours plancher pour les céréales

Comme c'est le cas pour de nombreuses matières premières, les céréales s'échangent à des cours plancher. La consommation mondiale de céréales continue certes à augmenter progressivement, mais en raison des bonnes récoltes de ces dernières années, les réserves atteignent aussi des sommets historiques. L'appréciation du dollar (USD) constitue une autre explication. En mars dernier, la monnaie américaine a atteint son plus haut niveau en plus de 12 ans. Elle a ensuite subi une brève correction, mais l'USD est à nouveau en hausse ces derniers jours.

Stabilisation du blé

Le cours du blé est retombé aux niveaux de 2009-2010. La baisse semble cependant ralentir et les prix se stabiliser ces dernières semaines. A court terme, le marché du blé, comme celui des autres céréales, est surtout dicté par les conditions climatiques. Pour l'instant, on ne constate pas de trop gros problèmes dans les régions où les céréales sont cultivées, bien que les phénomènes météorologiques extrêmes soient souvent inattendus. Certains observateurs estiment cependant que la sécheresse actuelle en Inde et en Australie est le présage de conditions météorologiques difficiles dans l'hémisphère occidental (phénomène El Niño). Malgré la forte baisse récente, le blé en provenance des Etats-Unis, premier exportateur mondial, n'est toujours pas compétitif sur le marché mondial en raison de la hausse de l'USD. En dehors des Etats-Unis, la situation en Russie et en Ukraine reste très floue. Des rumeurs font régulièrement état d'une possible interdiction d'exportations, mais on peut s'interroger sur l'applicabilité réelle d'une telle mesure. La Russie estime sa propre production de céréales (toutes variétés confondues) à 95 millions de tonnes pour cette année. L'Ukraine a produit une quantité record de 63,8 millions de tonnes de céréales l'an dernier. Les prévisions les plus récentes pour cette année font état de 54,9 millions de tonnes.

Maïs: courbe de prix raide

On remarque aussi la courbe des prix très raide des contrats à terme (futures) sur le blé, mais aussi le maïs. Le contrat à terme juillet 2015 sur le blé s'échange ainsi à 4,93 USD, alors que le prix du futur juillet 2016 atteint 5,44 USD. Dans le cas du maïs, c'est respectivement 3,55 et 3,98 USD. Les investisseurs qui reportent systématiquement leurs positions sont donc confrontés à un rendement (ou *roll yield*) négatif. Le cours du maïs a baissé de plus de moitié ces deux dernières années. Aux Etats-Unis, premier producteur de l'hémisphère nord, les semis pour la nouvelle récolte sont entre-temps terminés. La courbe des contrats à terme sur le soja est plus plane, avec un écart réduit entre les contrats à terme juillet 2015 et juillet 2016 (9,19 USD et 9,27 USD). Le cours du soja a pourtant retrouvé son niveau de 2010. Le soja est semé plus tard que le maïs, et les semis sont terminés à 65%.

L'un des grands avantages des céréales est leur faible corrélation avec les marchés d'actions. De plus en plus d'investisseurs sont pris de vertige en Bourse et ceux qui recherchent une alternative qui évolue (la plupart de temps) dans le sens opposé des actions sont rapidement amenés à s'intéresser aux matières premières. Dans le cas spécifique des céréales, plusieurs facteurs structurels soutiennent la consommation de denrées alimentaires (viande et céréales), comme la croissance démographique et la hausse du niveau de vie.

Il est notamment possible d'investir dans les céréales via l'Exchange Traded Products de l'américain Teucrium Trading, qui s'est spécialisé dans les trackers sur matières premières. Nous avons sélectionné les trois produits ci-dessous parce qu'ils sont moins exposés à la raideur de la courbe des prix. Une caractéristique qui est surtout intéressante dans le cas du blé et du maïs, moins dans celui du soja. L'émetteur contourne cet écueil en investissant dans trois contrats à terme assortis d'échéances différentes. L'impact du *roll yield* négatif s'en trouve ainsi considérablement réduit.

Corn Fund

Ticker : CORN
Bourse : NYSE Arca
Emission : juin 2010
Performance depuis le 01/01/2015: -14,2 %
Rendement sur 12 mois : -30,3 %

Rendement sur 3 ans : -37,3 %
Volume journalier moyen : 5400
Actifs sous gestion : 78 millions USD
Frais annuels de gestion : 2,75 %

Parmi les trois produits discutés, le Corn Fund est celui qui est coté depuis le plus longtemps et affiche les actifs sous gestion les plus importants. Le rendement négatif à court et à moyen terme reflète l'évolution du cours du maïs. Les frais annuels de gestion élevés sont le prix à payer pour la diversification, qui induit des coûts supplémentaires. Actuellement, 35% des ressources sont investies dans le contrat à terme juillet (CN5), 30% dans le contrat à terme septembre (CU5) et 35% dans le contrat à terme décembre (CZ5).

Wheat Fund

Ticker : WEAT
Bourse : NYSE Arca
Emission : septembre 2011
Performance depuis le 01/01/2015: -15,5 %
Rendement sur 12 mois : -31,2 %
Rendement sur 3 ans : -48,4 %
Volume journalier moyen : 90 000
Actifs sous gestion : 28 millions USD
Frais annuels de gestion : 3,74 %

Le Wheat Fund a été lancé conjointement avec le Soybean Fund (voir ci-dessous) et reste suffisamment liquide malgré des actifs sous gestion plus faibles. La performance du blé est conforme à celle du maïs, et même encore inférieure sur trois ans. La composition du fonds est similaire, avec 35% investis dans le contrat à terme de juillet et décembre (WN5 et WZ5) et 30% dans celui de septembre (WU5). Les frais de gestion sont encore un peu plus élevés que dans le cas de CORN.

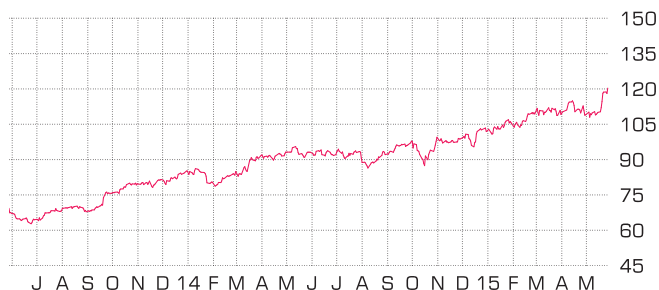
Soybean Fund

Ticker : SOYB
Bourse : NYSE Arca
Emission : septembre 2011
Performance depuis le 01/01/2015: -10,7 %
Rendement sur 12 mois : -29,6 %
Rendement sur 3 ans : -16,3 %
Volume journalier moyen : 12 000
Actifs sous gestion : 6,1 millions USD
Frais annuels de gestion : 1 %

Le soja affiche des performances un peu moins mauvaises que le maïs et le blé, surtout à moyen terme. Les frais annuels de gestion sont également beaucoup plus faibles : le nombre de contrats à terme émis étant plus faible, les frais liés au roulement des positions sont donc plus réduits. Actuellement, 35% des ressources gérées sont investies dans le contrat à terme juillet (SW5), 30% dans le contrat à terme novembre (SX5) et 35% dans le future novembre 2016 (SX6). ■

Marché en graphiques

ACKERMANS & VAN HAAREN

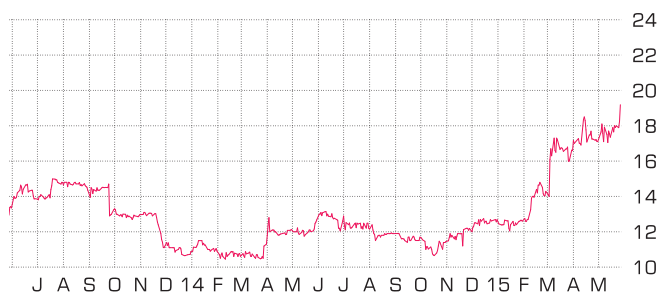


Cours: 120,35 EUR
Ticker: ACKB Bruxelles
Code ISIN: BE0003764785

Conseil: conserver/attendre
Risque: faible
Rating: 2A

L'année 2015 a bien commencé pour le holding. Sa filiale CFE, qu'il possède à 60,4%, a rapporté pour le 1^{er} trimestre un chiffre d'affaires stable, intégralement attribuable au groupe de dragage DEME, qui a connu un trimestre mouvementé et a signé pour 1,6 milliard EUR de nouveaux contrats. La filiale bancaire Delen a vu ses fonds gérés passer de 32,9 à 36,6 milliards EUR. Quant à Bank J. Van Breda, elle a vu ses fonds gérés augmenter de 6%. La filiale de construction Extensa a relevé sa participation dans le Bruxellois Tour&Taxis de 50 à 100%. Techniquement, le cours s'est affranchi de son précédent sommet à 115 EUR. La tendance demeure globalement haussière.

GREENYARD FOODS



Cours: 19,19 EUR
Ticker: GRYFO Bruxelles
Code ISIN: BE0003765790

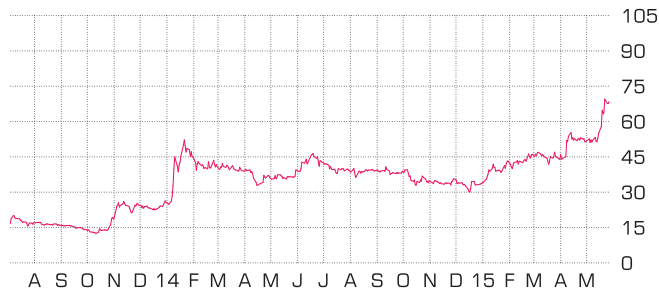
Conseil: conserver/attendre
Risque: moyen
Rating: 2B

La Commission européenne a donné son feu vert à la fusion entre Greenyard Foods, Univeg et Peatinvest. La transaction doit encore être approuvée par l'assemblée générale des actionnaires qui aura lieu le 19 juin 2015, alors que la FSMA doit encore donner son approbation, ce qui ne devrait pas poser de problèmes. Après la fusion, les actionnaires de l'ancienne Greenyard Foods contrôleront 42,5% de la nouvelle entité. Techniquement, la tendance demeure largement haussière. A 16 EUR se trouve un soutien et tant que le cours reste supérieur à ce niveau, la hausse ne sera pas interrompue. Une percée du sommet à 18,50 EUR serait synonyme de signal d'achat.

Pour tout conseil en placement

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

CELYAD

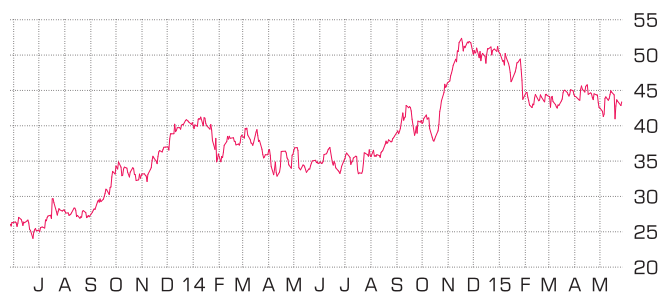


Cours: 68,45 EUR
Ticker: CYAD Bruxelles
Code ISIN: BE0974260896

Conseil: vendre
Risque: élevé
Rating: 3C

La société biotech, ancienne Cardio3 Biosciences, souhaite franchir un premier pas, tout comme Galapagos, sur la Bourse américaine du Nasdaq. Cette initiative est inspirée par la conviction qu'il est plus simple d'attirer de nouveaux capitaux aux USA, ce qui a suscité un mouvement d'euphorie parmi les investisseurs. Lors de l'introduction en Bourse, le groupe espère collecter au moins 100 millions USD de capitaux. Celyad souhaite également renforcer son équipe aux USA et se concentrer sur les cancers pour lesquels il n'existe pas encore de réel traitement. Depuis fin novembre 2013, le cours a plus que quintuplé. Techniquement, la tendance haussière demeure intacte, même si l'action est dans une large mesure surachetée. Prenez vos bénéfices !

YAHOO



Cours: 43,38 USD
Ticker: YHOO NASDAQ
Code ISIN: US9843321061

Conseil: vendre
Risque: moyen
Rating: 3B

Le cours de l'entreprise américaine a pris une raclée : les investisseurs ont commencé à s'inquiéter du traitement fiscal de la spin-off d'Alibaba, la société Internet chinoise dans laquelle Yahoo détient une participation importante. Yahoo a l'intention de ramener dans une société distincte la participation de 34 milliards USD dans Alibaba. Une demande a été introduite en ce sens dans le courant du 1^{er} trimestre. Certains experts ne sont pas sûrs que cette spin-off puisse se faire sans impôts, mais après une première réaction de panique, le cours de Yahoo s'est redressé. Les chiffres de Yahoo pour le 1^{er} trimestre n'étaient d'ailleurs pas bons.

Combinaisons à la hausse sur Potash Corp.

Le producteur canadien d'engrais **Potash Corporation (32,71 USD)** est le numéro un mondial de son secteur. En 2013, la fin du cartel d'exportation entre *Uralkali* et *Belarussian Potash Corp* a donné lieu à une baisse de prix structurelle des engrais à base de potasse, mais le cycle semble à présent se réamorcer. Alors qu'entre 2008 et 2013, la demande mondiale de potasse s'est stabilisée à 55 millions de tonnes, elle s'est accrue l'an dernier à 63 millions de tonnes, aidée par la hausse de la demande depuis la Chine et l'Inde. Pour 2015, Potash table sur une demande totale de 60 millions de tonnes. Au cours de la décennie écoulée, le groupe a consacré pas moins de 8,3 milliards USD à l'expansion de sa capacité de production. En conséquence, le cash-flow libre doit augmenter de 1,25 milliard à 2 milliards USD, ce qui permettra au groupe de maintenir sa politique de dividende royale. Élément négatif : les résultats du 1^{er} trimestre de cette année sont décevants. Potash a enregistré un bénéfice par action de 0,44 USD alors que les analystes avaient espéré 0,50 USD. Pour l'ensemble de 2015, le groupe anticipe désormais un bénéfice par action compris entre 1,75 et 2,05 USD. Cet ajustement s'est traduit par un repli de cours, mais à 17 fois le bénéfice attendu pour

2015, l'action semble à nouveau intéressante à l'achat. Qui plus est, nous retiendrons qu'El Nino peut encore donner lieu à un choc des prix. À l'aide de combinaisons d'options ciblées, vous pouvez miser sur ce scénario. Nous préférons les séries qui viennent à échéance en janvier 2016.

Spread haussier défensif

Achat call jan '1630 @ 3,60 USD

Emission call jan '1634 @ 1,35 USD

Ce spread haussier se compose tout d'abord de l'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 30, un contrat qui coûte 360 USD. En émettant simultanément le call 34 ayant la même échéance, vous récupérez 135 USD. Votre mise, qui est aussi votre perte maximale, est ainsi réduite à 225 USD (360-135). Le cours de Potash doit seulement progresser à l'échéance de 4% par rapport à aujourd'hui (au minimum à 34 USD) pour que vous empochiez le bénéfice maximal de 175 USD, soit 78% de plus que votre mise. Le break-even, c'est-à-dire le niveau auquel vous n'actez ni gain ni perte, se situe à 32,25 USD, soit 1,5% de moins que le cours actuel.

Spread haussier plus agressif

Achat call jan '1632 @ 2,35 USD

Emission call jan '1636 @ 0,75 USD

Les primes étant raisonnables, ce spread haussier plus agressif peut aussi être intéressant si le cours de Potash progresse légèrement dans les huit prochains mois. L'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 32, qui vous donne le droit d'acheter les titres pendant toute la durée au prix de 32 USD, coûte 235 USD, mais vous récupérez un tiers de ce montant en émettant simultanément le call janvier 2016 au prix d'exercice de 36. Votre mise revient donc à 160 USD (235-75). En comparaison avec le spread haussier défensif, votre mise est inférieure, alors que le potentiel de gain est supérieur. Au maximum, vous pouvez tirer 240 USD de cette opération, soit 150% de plus que votre mise, mais pour y arriver, le cours du titre doit progresser de 11%.

Emission put

Emission put jan '1631 @ 1,80 USD

L'émission d'un put découvert est toujours très intéressante lorsque vous pensez qu'une action est digne d'achat au cours actuel. Pour l'émission (= vente) du put janvier 2016 au prix d'exercice de 31, vous empochez une prime attrayante de 180 USD, ce qui signifie que vous n'accusez de perte qu'en cas de cours inférieur à 29,20 USD. Vous disposez donc d'une marge à la baisse de 11%. ■

Questions des lecteurs

N'êtes-vous pas devenu trop négatif vis-à-vis de ThromboGenics ? L'arrivée de Philippe Vlerick ne prouve-t-elle pas que l'entreprise recèle encore beaucoup de valeur ?

Nous considérons l'achat de 1,3 million d'actions **ThromboGenics** (3,6% du capital) par *Philippe Vlerick* comme une décision mûrement réfléchie. L'homme a tout de même gagné ses lettres de noblesse, et sa présentation pour un siège au conseil d'administration de *ThromboGenics* démontre qu'il s'agit d'un engagement à long terme. La détérioration des ventes de

Jetrea – médicament contre les maladies oculaires – aux Etats-Unis, avec 1400 injections au 2^e semestre contre 1800 au premier, et 7000 en 2013, associée à des prévisions modestes de 3500 à 4000 injections en 2015, nous a déci-

NOUS RELEVONS LA NOTE DE THROMBOGENICS

dés à assortir l'action d'un conseil de vente en mars. De plus, les objectifs – chiffre d'affaires (CA) de 30 millions EUR et rentabilité aux Etats-Unis à partir de 2016, cash-flows opérationnels positifs en 2017 et CA du groupe de 100 millions en 2019 – ont été aban-

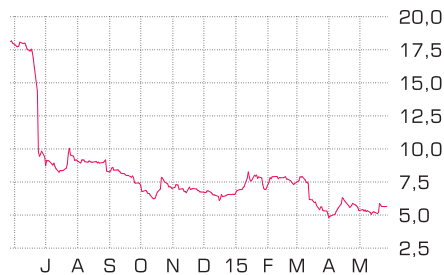
donnés. L'entreprise mise sur le renversement de tendance nécessaire au cours de la troisième année de commercialisation, avec une équipe commerciale réduite, plus concentrée. En outre, les résultats d'études complémentaires sur les patients doivent infléchir la perception négative des chirurgiens oculaires concernant le *Jetrea*. L'étude *Oasis* a récemment confirmé le profil de sécurité et montré, moyennant une sélection affinée des patients, une efficacité accrue comprise entre 40% et 58% (contre 26,5% dans l'étude de phase III). Entre-temps, *ThromboGenics* étudie, sans son partenaire *Alcon*, de nouvelles applications pour le *Jetrea* : la rétinopathie diabétique

(démarrage d'une étude de phase II à l'automne) et l'occlusion veineuse rétinienne (affection vasculaire de la rétine; étude préclinique démarrée). Les économies sur les coûts ont ramené la consommation de liquidités à 5,4 millions EUR au 1^{er} trimestre (8,3 millions EUR hors éléments exceptionnels), un bon début pour atteindre au moins l'objectif d'un *cash-burn* de 44 millions EUR en 2015. La baisse de la consommation de liquidités laisse en effet un peu plus de temps à l'entreprise pour redresser les ventes et investir dans la recherche sans éveiller la crainte d'une augmentation de capital. Nous relevons dès lors la note à « **conserver/attendre** » (2C). Mais un achat n'est pas à l'ordre du jour, malgré la valorisation très faible. Nous attendons pour cela le signe clair d'une amélioration substantielle des ventes aux Etats-Unis. Car malgré les recherches sur de nouvelles applications – qui pourraient effectivement apporter un surcroît de valeur à long terme –, l'évolution du cours à brève échéance sera surtout dictée par celle du CA du Jetrea et de la position de trésorerie (121,7 millions EUR le 31 mars). Nous relevons donc la note sans vouloir créer trop d'attentes. Les résultats semestriels (publication le 26) devraient donner une indication importante concernant le renversement de tendance (indispensable) dans les ventes de Jetrea.

Quelle est la raison de la forte baisse de Yingli Green Energy la semaine dernière ? Dois-je m'inquiéter ?

L'action **Yingli Green** a perdu plus de 40% de sa valeur après que l'entreprise a dû reconnaître dans son rapport annuel publié le 15 mai que le risque de faillite était réel. Yingli a changé d'auditeur l'an dernier, abandonnant **KPMG** pour s'engager avec **PricewaterhouseCoopers (PWC)**, et ce dernier a manifestement estimé l'avertissement nécessaire. Pour couper court à toute ambiguïté, cela ne signifie pas qu'une faillite soit imminente. Mais c'était pour nous le signal d'abaisser immédiatement la note à **vendre (rating 3C)**. Nous avons déjà abaissé une première fois la note après la présentation des résultats annuels en mars. La marge bénéficiaire brute s'est certes améliorée à 17,3% en 2014 (16,8% au dernier trimestre) contre

THROMBOGENICS



♦ **Cours:** 5,66 EUR
 ♦ **Ticker:** THR Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003846632

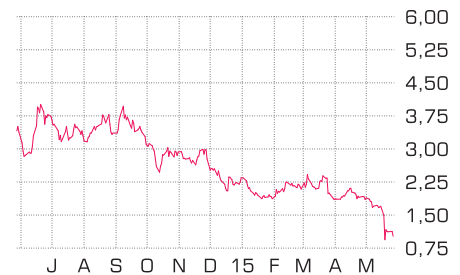


10,9% en 2013, mais cela s'est avéré largement insuffisant pour renouer avec la rentabilité. Une grande déception, surtout compte tenu de la forte croissance des volumes au cours des dernières années. La perte nette a baissé de 321,2 millions USD en 2013 à 209,5 millions USD, soit de 2,01 USD à 1,21 USD par action. La position nette d'endettement est en léger recul, de 2,43 milliards USD fin 2013 à 2,3 milliards USD fin 2014, mais reste élevée. En outre, le taux d'intérêt moyen atteint désormais 6,44% (contre 6,31% en 2013). Mais c'était surtout l'annonce que des options étaient à l'étude pour

YINGLI GREEN NE PARVIENT PAS À REDEVENIR RENTABLE

renforcer la position financière du groupe qui nous a incités à faire preuve d'un surcroît de prudence. Le fait que l'entreprise ne soit pas parvenue à trouver une solution avant la publication du rapport annuel laisse songeur. La capitalisation boursière s'est entre-temps réduite à 200 millions USD, et dans ces conditions, même une augmentation de capital significative ne permettra pas à l'entreprise de retrouver une position d'endettement rassurante. Désormais, reste à espérer l'arrivée de nouveaux investisseurs stratégiques. Yingli a beau être un acteur connu, la faillite de la principale division de **Suntech Power** en 2013 démontre que les autorités

YINGLI GREEN



♦ **Cours:** 1,02 USD
 ♦ **Ticker:** YGE NYSE
 ♦ **Code ISIN:** US98584B1035



chinoises ne vont pas nécessairement sauver toutes les grandes entreprises actives dans l'énergie solaire. Nous trouvons que le risque est désormais trop élevé, d'où le récent abaissement de la note. ■

Agenda

Lundi 1er juin

Allemagne: PMI industrie (déf.), commerce de détail
 UE, France, Japon, USA: PMI industrie (déf.)
 USA: dépenses secteur de la construction, confiance des entrepreneurs ISM, dépenses de consommation

Mardi 2 juin

Allemagne: chômage
 UE: PPI
 USA: ventes d'automobiles

Mercredi 3 juin

Allemagne, UE: PMI services (déf.)
 UE: chômage, commerce de détail
 France, Japon, USA: PMI services (déf.)
 USA: balance commerciale, réserves de pétrole

Judi 4 juin

France: chômage
 USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, masse monétaire

Vendredi 5 juin

Allemagne: commandes d'usines
 USA: rapport d'activité

Mise à jour quotidienne sur www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,08%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	10,88	€ 3.845,47	2,74	1C	16A/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,30	150	USD	32,18	€ 4.443,52	3,16	1B	21B/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	14,18	€ 4.254,00	3,03	1B	19A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	430,80	€ 4.229,80	3,01	2A	20AB/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	200	EUR	33,96	€ 6.792,00	4,83	2B	18AB/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	25,34	€ 4.651,06	3,31	1B	21B/15
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (27,31%)									
Adidas	DE000A1EWWO	73,02	75	EUR	73,76	€ 5.595,28	3,98	1A	21A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	64,26	€ 5.236,80	3,73	1B	17B/15
Bollore	FR000039299	3,80	1.000	EUR	5,27	€ 5.273,00	3,75	2B	13B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	13,26	€ 5.302,00	3,77	1B	19A/15
Cosan	BMG253431073	9,80	750	USD	6,44	€ 4.428,78	3,15	1B	14A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	54,42	€ 5.512,12	3,92	1A	21A/15
Lafarge	FR000120537	57,50	50	EUR	65,85	€ 3.273,18	2,33	1B	20AB/15
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.539,00	€ 3.754,24	2,67	2A	17A/15
ÉNERGIE (11,52%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	69,75	€ 3.518,34	2,50	1B	14B/15
PNE Wind	DE000A0JBPG2	2,30	1.750	EUR	2,28	€ 3.990,00	2,84	1B	21B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,39	€ 4.958,48	3,53	1B	17B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	13,54	€ 3.723,50	2,65	1B	20AB/15
ORSMÉTAUX (19,22%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	10,22	€ 4.073,05	2,90	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	16,33	€ 4.799,32	3,41	1B	22AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	19,44	€ 4.894,66	3,48	1B	16B/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	18,74	€ 5.173,19	3,68	1B	21B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	45,55	€ 3.399,53	2,42	2B	19A/15
Vale	US91912E1055	9,90	750	USD	6,64	€ 4.675,76	3,33	1B	19A/15
VIELLISSEMENT (15,66%)									
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	20,77	€ 2.077,00	1,48	1C	12B/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	40,81	€ 4.192,00	2,98	1B	16B/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.445,00	€ 5.110,16	3,64	1A	21A/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,95	€ 2.475,00	1,76	1C	17B/15
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	53,50	€ 4.039,50	2,87	2A	21A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	127,80	€ 4.117,65	2,93	1B	19B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	132.012,58	94,35	7.906,82	5,65	139.919,40	+19,6%

(*) 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 150 actions **Potash Corp.** à **33,305 USD** (coût: 4490,7 EUR); nous achetons 1200 actions **Peabody Energy** à maximum **3,70 USD**

Ordres de vente: -

Augmentation de capital chez First Quantum

Il y a quelques semaines, nous décrivions **First Quantum Minerals**, dans le secteur du cuivre, comme le plus beau récit de croissance, et qui pourrait inciter des acheteurs potentiels à lancer une offre. Cela dit, la croissance coûte cher, même si nous pensions que le risque d'une augmentation de capital avait diminué à nouveau ces derniers mois. Pourtant, la semaine dernière, le spécialiste canadien du cuivre a annoncé une opération de capital, où près de 77 millions de nouvelles actions (12 à 13% de titres supplémentaires par rapport aux 600 millions existants)

seront émises à 16,25 dollars canadiens (CAD) par action. Les titres sont réservés au marché canadien, pour lequel un prospectus restreint suffit, ce qui suppose que l'opération peut être clôturée pour le 4 juin. La somme de 1,25 milliard de CAD supplémentaires (qui peut encore augmenter à 1,44 milliard CAD) doit servir à réduire la charge de dette mais donc également à financer le programme d'expansion. Le projet le plus prometteur en développement est la construction de la mine de cuivre de *Cobre Panama* au Panama. Un projet d'envergure mon-

diale d'une durée de vie de 34 ans et avec une production annuelle attendue de pas moins de 320.000 tonnes. L'ambition actuelle est d'obtenir une première production au 4^e trimestre 2017. Le cours a baissé d'emblée vers le prix d'émission des nouvelles actions. A 0,8 fois la valeur comptable attendue et 8,5 fois le rapport attendu entre l'EV et l'EBITDA, nous pensons que le récit de croissance est sous-estimé par le marché. Nous pensons toujours que le cours a laissé derrière lui le plancher (proche d'un plancher à cinq ans) (**rating 1B**). ■

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, **Editur:** Jos Grobben, **Editur 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.

