



Pour tout conseil en placement

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

9 juin 2015 - n° 24A

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

l'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Bientôt le carnaval de Rio ?

Sommaire

PORTEFEUILLE & SÉLECTION 2-3

Syngenta,
Cosan,
Intentions d'achat et de vente

ACTIONS 4-7

Deceuninck,
Greenyard Foods,
Seadrill,
Barrick Gold

OBLIGATIONS 8-9

Dégringolade des obligations

CHECKLIST A 10-12

Belgique et Europe

Il y a peu de raisons actuellement de danser la samba ou de fêter le carnaval... Au Brésil récemment, le chiffre relatif au produit intérieur brut (PIB) a été publié. Sur base trimestrielle comme annuelle, on note un tassement : en rythme trimestriel de 0,2%, et annuel de 1,6%, soit le chiffre le plus faible depuis le 3^e trimestre 2009 (-1,3%). Considéré sur base annuelle, cet indicateur est en recul depuis quatre trimestres déjà, soit plus longtemps qu'au cours de la période 2008-2009 (« seulement » trois trimestres de suite). Seul point positif : les économistes tablaient sur un recul plus sensible encore sur base trimestrielle (-0,5%). En outre, l'économie brésilienne est confrontée à un chiffre d'inflation élevé de 8,2% (stagflation) et à un déficit budgétaire de 5,3%. Et comme si cela ne suffisait pas, sur le plan politique, plusieurs éléments noircissent le tableau. La présidente (de gauche) du Parti travailliste, *Dilma Rousseff*, a été réélue de justesse au grand dam du monde financier et des entreprises. Depuis lors, un scandale de corruption a éclaté autour du géant pétrolier national **Petrobras**, éclaboussant également la présidente. En pleine crise **Petrobras**, le real brésilien (BRL) a reculé à son plus faible niveau en 12 ans face au dollar américain (USD) !

NOUS TABLONS SUR UNE (FORTE) HAUSSE DE COURS POUR COSAN ET VALE

Redressement boursier

Donc non, l'économie brésilienne n'est pas à proprement parler en bonne posture, mais cela ne doit pas empêcher son marché boursier de bien se tenir. L'indice boursier *Ibovespa* se trouvait somme toute dans un marché baissier depuis début 2011 déjà (de

quelque 70.000 à 45.000 points), et cette tendance semble infléchie désormais. Ainsi note-t-on que l'indice n'a pas atteint de nouveau plancher en début d'année, malgré la crise **Petrobras**. Qui plus est, récemment, l'indice a rebondi de plus de 20%. Ce qui trahit généralement l'amorce d'un nouveau marché haussier. N'oublions pas que **Rousseff** applique une politique économique plus pragmatique, que les Jeux Olympiques 2016 à Rio de Janeiro approchent et que le Brésil est l'un des marchés de consommation les plus prometteurs au monde pour les prochaines décennies, avec aujourd'hui déjà 105 millions de Brésiliens appartenant à cette classe moyenne.

Nous avons pu vendre **Petrobras** en empochant une confortable plus-value, aidés par la hausse du dollar et un excellent timing, et malgré toute l'agitation autour de l'entreprise et de l'action. En revanche, nous avons perdu de l'argent cette année (recul de plus de 20%) sur les deux autres actions brésiliennes en portefeuille, **Vale** et **Cosan**. La position dans le géant des matières premières (minerai de fer et nickel principalement) **Vale** a été récemment renforcée. Nous faisons à présent de même avec **Cosan** (lire le *Portefeuille*, en page 2). L'action s'échange à un niveau (bien) inférieur à sa valeur intrinsèque. Même constat pour **Vale**, où le malaise entourant le prix du minerai de fer joue un rôle non négligeable. Là aussi, cependant, nous pensons que le plancher est révolu. Pour ces deux valeurs, nous anticipons une (importante) embellie de cours dans un délai de six à douze mois. ■

Index d'actions

Barrick Gold	7
Cosan	3
Deceuninck	4
Greenyard Foods	5
Seadrill	6
Syngenta	2

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (18,82%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	10,25	€ 3.502,12	2,59	1C	16A/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,30	150	USD	30,80	€ 4.118,38	3,04	1B	21B/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	14,79	€ 4.437,00	3,28	1B	19A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	412,80	€ 3.999,51	2,95	2A	24A/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	33,81	€ 5.071,50	3,74	2B	23A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	24,59	€ 4.369,71	3,23	1B	21B/15
CONSUMMATION CLASSE MOYENNE (27,04%)									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	75	EUR	70,15	€ 5.324,53	3,93	1A	21A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	61,43	€ 5.010,40	3,70	1B	17B/15
Bollore	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	5,01	€ 5.015,00	3,70	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	13,50	€ 5.400,00	3,99	1B	19A/15
Cosan	BMG253431073	9,80	750	USD	6,03	€ 4.013,96	2,96	1B	24A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	53,09	€ 5.379,12	3,97	1A	21A/15
Lafarge	FR0000120537	57,50	50	EUR	61,17	€ 3.039,18	2,24	1B	20AB/15
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.365,50	€ 3.449,67	2,55	2A	23A/15
ÉNERGIE (14,04%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	65,00	€ 3.136,18	2,32	1B	23A/15
Peabody Energy	US7045491047	3,43	1.200	USD	3,20	€ 3.423,07	2,53	1C	22AB/15
PNE Wind	DE000A0JBP62	2,30	1.750	EUR	2,21	€ 3.858,75	2,85	1B	21B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,35	€ 4.748,12	3,50	1B	17B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	14,00	€ 3.850,00	2,84	1B	20AB/15
OR&MÉTAUX (19,93%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	9,89	€ 3.940,65	2,91	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	17,29	€ 4.903,78	3,62	1B	22AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	18,83	€ 4.589,38	3,39	1B	16B/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	18,68	€ 4.993,37	3,69	1B	21B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	43,65	€ 3.256,65	2,40	2B	19A/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	6,51	€ 5.314,25	3,92	1B	25A/15
VIELLISSEMENT (15,91%)									
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	21,09	€ 2.109,50	1,56	1C	12B/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	39,50	€ 4.061,00	3,00	1B	16B/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.398,50	€ 4.778,80	3,53	1A	21A/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,75	€ 2.373,50	1,75	1C	23A/15
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	56,32	€ 4.251,00	3,14	2A	21A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	127,35	€ 3.973,30	2,93	1B	23B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	129.895,58	96,33	4.951,79	3,67	134.847,37	100,0

COMPARAISON DES PRESTATIONS

	Depuis 1/1/2015	Depuis 1/1/2014
Initié de la bourse	+15,3%	+19,4%
Index de référence	+8,8%	+15,1%

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

Ordres d'achat: nous achetons 150 actions **Cosan** supplémentaires à maximum **6,20 USD**;

Ordres de vente: -

Syngenta: contre-offre de BASF ?

Le dossier grec tient encore les marchés en haleine. En outre, la hausse des taux longs freine la hausse des marchés. Pour notre part, nous devons nous limiter dans nos nouvelles initiatives car notre trésorerie est désormais limitée.

Syngenta: arrivée des Allemands ?

Les rumeurs continuent de circuler concernant **Syngenta**. La seule certitude est que son concurrent américain **Monsanto** a lancé, il y a un peu moins d'un mois, une offre hostile de 45 mil-

liards USD ou 41,7 milliards de francs suisses (CHF) sur le spécialiste suisse de la protection des plantes et des semences. Après conversion, l'offre s'élève à 449 CHF par action ; 45 % seraient proposés en espèces et le reste sous la forme d'actions Monsanto. Malgré une prime de 35 % par rapport au cours de clôture juste avant l'offre, le conseil d'administration de Syngenta a refusé l'offre. Le prix ne refléterait pas le potentiel de croissance du numéro un mondial de la protection des plantes et numéro trois des semences. Depuis lors, aucune nou-

velle n'a été publiée, seules des rumeurs circulent. Le bruit court par exemple que la direction de Syngenta serait prête à accepter environ 500 CHF par action. Ou encore que le groupe allemand **BASF** envisagerait une contre-offre et serait en négociations avec plusieurs banques d'affaires à ce sujet. Naturellement, le cours continuera d'évoluer, au cours des prochains jours et semaines, au gré de ces rumeurs, si elles se transforment en faits. Nous suivrons le dossier de près mais pour l'heure, nous conservons notre position (**rating 2A**).

Cosan: pression persistante sur les marges

Chez Cosan, le contexte économique difficile au Brésil érode toujours les marges au niveau du groupe. On peut le déduire des chiffres publiés pour le 1^{er} trimestre. Alors que le chiffre d'affaires (CA) a malgré tout progressé de 6%, à 9,95 milliards de reais brésiliens (BRL), le cash-flow opérationnel (EBITDA) a reculé de 6,1% (de 933,5 à 876,5 millions BRL), soit un tassement de la marge d'EBITDA de 9,9 à 8,8 (contre encore 10,1% pour l'exercice 2014). Compte tenu de l'alourdissement de la dette financière nette (même si on note un repli de 9% par rapport à la fin de l'an dernier) et de l'appréciation du dollar (USD) face au BRL, les charges financières sont celles qui ont le plus largement augmenté. En incluant notamment les charges exceptionnelles, le résultat net s'est révélé négatif (-43,7 millions BRL), contre encore 256,1 millions BRL sur les 3 premiers mois de 2014. Pour l'ensemble de l'année, le groupe table encore sur une hausse notable du CA et au moins le même EBITDA qu'en 2014, malgré la conjoncture difficile au Brésil. Cosan – considéré comme le holding du Brésil – souffre beaucoup de la

LA VALORISATION DE COSAN EST BIEN TROP FAIBLE

perception négative du plus grand pays d'Amérique Latine parmi les investisseurs. Ce qui s'est traduit par une valorisation (très) intéressante de 8,5 fois le bénéfice attendu pour 2015, moins d'une fois la valeur

INTENTIONS D'ACHAT ET DE VENTE

Consommation de la classe moyenne des pays émergents

- ♦ **Adidas:** très bons chiffres Q1
- ♦ **Barco:** trading update très satisfaisant
- ♦ **Bolloré:** participation dans Vivendi renforcée à 14,5%; très bons chiffres Q1 (*)
- ♦ **CMB:** résultats Q1 très décevants; avons renforcé notre position
- ♦ **Cosan:** chiffres Q1 raisonnables; position est renforcée (lire ci-dessus)
- ♦ **DSM:** rumeurs persistantes font état d'une offre du groupe allemand Evonik
- ♦ **Lafarge:** chiffres Q1 supérieurs aux prévisions
- ♦ **SABMiller:** chiffres annuels supérieurs aux prévisions

Energie

- ♦ **Ganger Rolf:** très bons chiffres au terme du premier trimestre
- ♦ **Peabody Energy:** nouveau-venu en portefeuille
- ♦ **PNE Wind:** suppression dividende pèse sur le cours
- ♦ **Uranium Participation:** sous-valorisation historiquement élevée; redressement de cours attendu
- ♦ **Velcan:** nouveau-venu en portefeuille; chiffres annuels supérieurs aux prévisions

Or & métaux

- ♦ **ArcelorMittal:** prévisions décevantes pour 2015
- ♦ **First Quantum Minerals:** augmentation de capital finalisée; cours profite de la succession par Sanford Bernstein (*)
- ♦ **Market Vectors Gold Miners ETF:** prix de l'or se stabilise autour de 1200 USD dans l'attente d'actions de la Fed
- ♦ **Silver Wheaton:** résultats légèrement inférieurs aux prévisions
- ♦ **Umicore:** très bons résultats Q1
- ♦ **Vale:** plancher prix du minerai de fer; nouveau repli de cours; position renforcée (*)

Agriculture

- ♦ **Asian Citrus:** mauvaise nouvelle (virus HLB affecte la plantation de Xinfeng), mais impact sur le cours somme toute limité
- ♦ **Potash Corp.:** nouveau-venu en portefeuille
- ♦ **Suedzucker:** réaction de cours positive aux chiffres annuels 2014-2015; nous y reviendrons
- ♦ **Syngenta:** en plus de Monsanto, BASF serait également intéressé (lire ci-dessus)
- ♦ **Tessenderlo:** belle hausse de cours derrière nous; position allégée (*)
- ♦ **Wilmar International:** chiffres annuels supérieurs aux prévisions; cours se redresse finalement

Vieillesse de la population

- ♦ **Bone Therapeutics:** pas de nouvelle intéressante en marge des chiffres annuels 2014; trésorerie suffisante pour 3 années
- ♦ **Fagron:** ING a extrait l'action de sa liste de favoris (*)
- ♦ **GlaxoSmithKline:** nouvelles décevantes en marge des résultats Q1
- ♦ **MDxHealth:** forte croissance au Q1, préoccupations par rapport à la trésorerie
- ♦ **Tubize (fin):** en Inde, des candidats à l'achat auraient manifesté leur intérêt pour la filiale générique d'UCB (*)
- ♦ **Vertex Pharmaceuticals:** panel de conseils de la FDA a voté à 12 contre 1 en faveur de l'approbation de la thérapie combinée contre la mucoviscidose

(*) = update

(**): l'indice de référence pour la comparaison des performances se compose de l'indice BEL20 (1/3), de l'indice Eurostoxx50 (1/3) et de l'indice MSCI World en USD (1/3)

comptable et 5 fois le rapport entre la valeur d'entreprise (EV) et l'EBITDA escompté. Cette valorisation n'est absolument par correcte

dans une perspective de moyen terme. Le conseil d'achat est donc réitéré (rating 1B). Nous relevons encore notre position. ■

SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

	Rating*	Commentaire
Abylnx	1C	Des bonnes nouvelles devraient soutenir le cours
Aker Asa Group	1A	Accent particulier sur la création de valeur
Anglo Eastern Plantations	1A	Groupe de plantation actif dans l'huile de palme
Banco Santander	1B	*Les bénéfices remontent; valorisation modeste
Banimmo A	1B	Société immobilière avec 20% décote vis-à-vis la valeur intrinsèque
Compagnie des Alpes	1B	La rentabilité reprend. Rétardataire et très bon marché.
Euronav	1B	Fin de la crise. Excellente année 2015
Gimv	1A	Bonnes résultats; retardataire vis-à-vis les holdings classiques
Picanol	1B	Magnifique turnaround
Recticel	1B	Augmentation de capital; candidat turnaround
Resilux	1A	Lancement PSG produit donne une nouvelle impulsion à l'action
Technip	1B	Mène la consolidation; favori 'énergie'
Texaf	1B	Scission Imbakin Holding

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

Actions belges

CONSTRUCTION

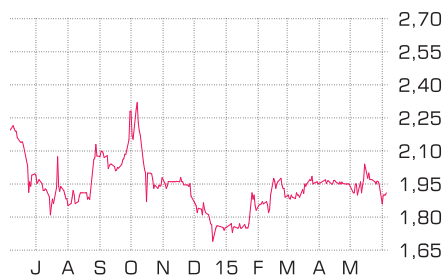
Deceuninck



Le trading-update du premier trimestre fait état d'une forte croissance du chiffre d'affaires du producteur flamand de profilés en PVC pour portes et fenêtres notamment : +18 %, à 136,2 millions EUR. Cependant, 9,3 % ou plus de la moitié découle de l'acquisition, l'été dernier, de *Pimas*, le pionnier des systèmes de fenêtres en PVC en Turquie, et actif sous la marque *Pimapen*. Pimapen est la plus réputée en Turquie pour la qualité de ses fenêtres et dispose d'un réseau de 1200 points de vente. Deceuninck est déjà actif depuis 14 ans dans la « tête de pont » entre l'Europe et l'Asie, non sans succès. Ensemble, ils deviendront numéro un du 2^e marché de fenêtres en PVC d'Europe (325.000 tonnes de volume annuel), avec encore pas mal de potentiel de croissance au cours des prochaines décennies. Pimas a deux sites de production : le plus grand à Gebze (Turquie), mais depuis 2007 un deuxième à Rostov-on-Don (Russie). La Russie est le plus grand marché d'Europe pour les fenêtres en PVC (370.000 tonnes de volume par an) et Deceuninck y est actif depuis environ une décennie. Il ajoute la marque *Enwin* à son assortiment de produits.

A périmètre de consolidation identique, on note une augmentation de

DECEUNINCK



Cours: 1,91 EUR
Ticker: DECB Bruxelles
Code ISIN: BE0003789063



8,7 % de son chiffre d'affaires (CA), ce qui représente un résultat très honorable. Ce, grâce à l'Amérique du Nord, qui se distingue positivement avec une croissance des volumes de 20 %. L'an dernier, la reprise stratégique de Pimas a contraint une augmentation de capital de 50 millions EUR via un placement privé. Ce qui a permis à *Gramo BVBA*, le holding contrôlé par *Francis Van Eeckhout*, un chef d'entreprise belge actif dans les matériaux de construction, de devenir actionnaire de référence avec plus de 20 % des actions en sa possession. Le holding *Sofina* y a également une participation de 17,5 %. L'année dernière ne fut pas simple pour Deceuninck. Les marchés domestiques en Europe occidentale ont connu une faible évolution en raison de la faible croissance économique. Le marché français de la construction résidentielle, surtout, est en repli. Mais

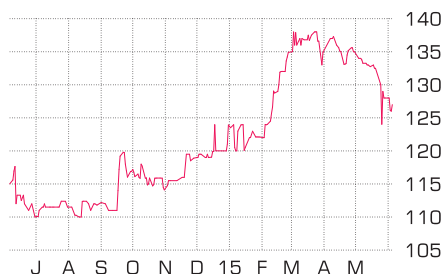
même l'Allemagne, que Deceuninck considère comme faisant partie de la zone Europe Centrale et de l'Est, est confrontée à un affaiblissement de son marché de la construction. Sans parler de la Russie... La croissance provient en priorité des pays anglo-saxons (Etats-Unis et Royaume-Uni), de la Turquie et d'autres pays émergents. Du moins en devises locales. Au Brésil, Deceuninck a racheté le distributeur local de profilés de fenêtres *Althera*, créant dans la foulée une filiale, *Deceuninck do Brazil*. L'an dernier, le CA a totalisé 552,8 millions EUR, soit une augmentation de 3 % par rapport à la période comprise entre janvier et décembre 2013 (+0,8 % sans considérer l'acquisition de Pimas). Le cash-flow opérationnel (EBITDA) s'est tassé de 25,5 %, à 35,3 millions EUR et le bénéfice opérationnel (EBIT) également, de près de 40 %, à 14,3 millions EUR. Le dividende a été maintenu à 0,02 EUR brut par action. ■

Conclusion

Le titre s'est quelque peu repris depuis le début de l'année mais reste en retrait, avec une valorisation très raisonnable, caractérisée par un ratio EV/EBITDA d'un peu plus de 7 pour 2015, un cours/CA de 0,3 et un cours/valeur comptable de 0,9. D'où notre conseil toujours positif. Il faudra cependant encore faire preuve de patience avant que l'action surperforme la moyenne du marché.

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

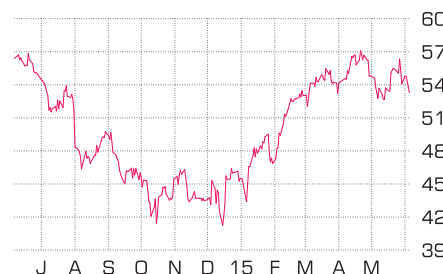
MOURY CONSTRUCT



Cours: 127,00 EUR
Ticker: MOUR Bruxelles
Code ISIN: BE0003602134



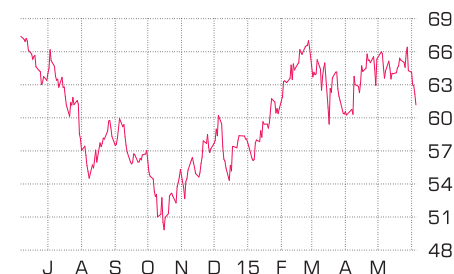
VINCI



Cours: 53,30 EUR
Ticker: DG Paris
Code ISIN: FR0000125486



LAFARGE



Cours: 61,17 EUR
Ticker: LG Paris
Code ISIN: FR0000120537



Actions belges

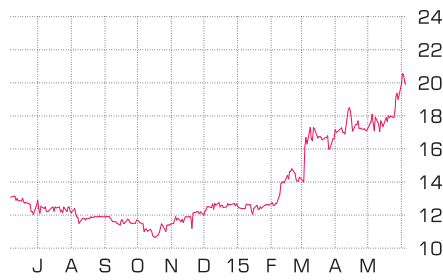
ALIMENTATION

Greenyard Foods



Après un excellent premier semestre, le transformateur de fruits, de légumes et de préparations prêtes à la consommation a publié des chiffres en léger recul pour le 2^e semestre (clos au 31 mars). Le chiffre d'affaires (CA) du groupe s'élevait à 337,8 millions EUR (+3,1%), pour s'établir à 635,4 millions EUR en glissement annuel (+2%). Le CA de la division Surgelés (*Pinguin*) a gagné 1,1%, à 414,1 millions EUR, grâce à un meilleur deuxième semestre (+3,6%). La division Conserves *Noliko* a enregistré une belle hausse des ventes, de 3,7% à 221,2 millions EUR. L'évolution du cash-flow opérationnel récurrent (REBITDA) est en revanche moins positive. L'excellent premier semestre – REBITDA: +62,4%, à 39 millions EUR – n'a pas pu être réitéré au cours des 6 mois suivants, marqués par une baisse du REBITDA de 3,9 millions EUR (-14,1%) à 23,5 millions EUR et une contraction de la marge rebitda de 8,4 (6% pour *Pinguin* et 13,1% pour *Noliko*) à 7% (4,3% et 12,5%). Le REBITDA affiche cependant une belle progression sur base annuelle: +21,6%, à 62,6 millions EUR, la marge de REBITDA rebondissant de 8,3% (6,4% et 11,9%) à 9,8% (8,1% et 13,1%). Le bénéfice net s'établit à 10,8 millions EUR ou 0,64 EUR par action, contre une perte nette récurrente

GREENYARD FOODS



♦ **Cours:** 19,92 EUR
♦ **Ticker:** GRYFO Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003765790



de 3,5 millions EUR en 2013/2014. L'endettement du groupe s'est alourdi de 14,4 millions EUR à 257 millions EUR (ou 236 millions EUR net). Entretemps, les plans de fusion de Greenyard Foods, *Univeg Group* et *Peatinvest* ont été finalisés. La Commission européenne a donné son feu vert et le projet de fusion sera soumis à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire le 19 juin. Entreprise non cotée en Bourse, Univeg est un acteur d'envergure mondiale dans les fruits et légumes frais, avec un CA de 3,26 milliards EUR et un REBITDA de 78 millions EUR en 2014, alors que Peatinvest appartient au top 5 européen dans la production de terres de rempotage avec un CA de 65 millions EUR et un REBITDA de 9 millions EUR l'an dernier. *Hein Deprez*, l'actionnaire de contrôle de trois entreprises, détient 46,1% des actions de Greenyard Foods, 52,1% d'Univeg et

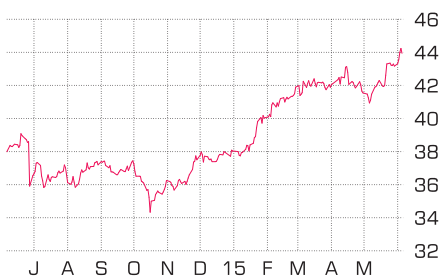
95% de Peatinvest. L'exercice des warrants existants par la *Gimv* entraînera une première augmentation de capital de 25,6 millions EUR (2,5 millions d'actions nouvelles, qui porteront le nombre total d'actions à 18,9 millions). L'apport d'Univeg et Peatinvest s'effectuera par l'émission de 25,5 millions d'actions nouvelles, le nombre total d'actions atteignant ainsi 44,4 millions. Les actionnaires existants auront droit à 42,5% du groupe issu de la fusion, contre respectivement 49,6% et 7,9% pour les actionnaires d'Univeg et de Peatinvest. Le groupe fusionné aurait réalisé un CA de 3,9 milliards EUR en 2014, avec un REBITDA d'environ 150 millions EUR (42% via Greenyard, 52% via Univeg et 6% via Peatinvest), soit une marge de REBITDA de 3,8%. Le différentiel de rentabilité entre Greenyard Foods (9,8%) et Univeg (2,4%) a donc – heureusement – été pris en compte. Autre point délicat : les nombreuses dettes d'Univeg, qui viendront gonfler l'endettement du groupe post-fusion à environ 617 millions EUR (347 millions EUR provenant d'Univeg), pour un montant net de 475 millions EUR. ■

Conclusion

La CEO Marleen Vaesen aura pour défi de relever la rentabilité du groupe nouvellement fusionné. Après la forte hausse de Greenyard Foods, nous estimons que l'acompte pris par le marché est excessif. D'où l'abaissement de notre note.

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

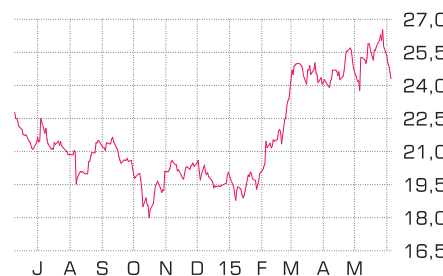
GIMV



♦ **Cours:** 43,94 EUR
♦ **Ticker:** GIMB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003699130



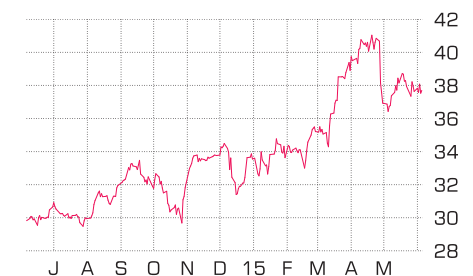
BONDUELLE



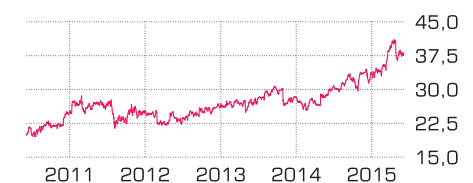
♦ **Cours:** 24,30 EUR
♦ **Ticker:** BON Paris
♦ **Code ISIN:** FR0000063935



FRESH DEL MONTE PRODUCE INC



♦ **Cours:** 37,70 USD
♦ **Ticker:** FDP NYSE
♦ **Code ISIN:** KYG367381053



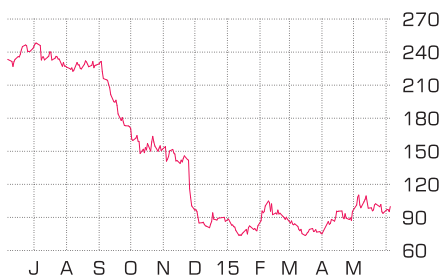
Actions européennes

ÉNERGIE Seadrill

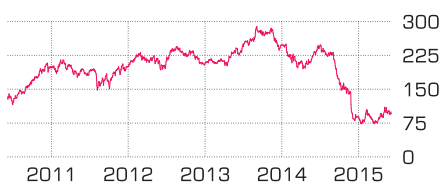


Le secteur de la location d'installations de forage pétrolier en mer (offshore) traverse une période difficile. L'entreprise norvégienne Seadrill, qui appartient au top absolu de ce secteur, n'échappe pas au bain de sang causé par l'effondrement des cours du pétrole, et malgré un redressement de 40% depuis le plancher de mars dernier, l'action s'échange toujours 70% sous son niveau d'il y a 12 mois. Les grosses économies réalisées au premier trimestre ont certes permis à l'entreprise de publier un bénéfice net supérieur aux prévisions de 0,86 USD par action (consensus de 0,63 USD par action), mais elles n'ont pas empêché l'action de chuter à nouveau lorsque le directeur a prévenu que les conditions de marché resteraient très difficiles en 2016. Seadrill a nettement étendu sa flotte ces dernières années, passant de 31 plateformes fin 2009 à 51 aujourd'hui. De plus, 15 installations sont toujours en construction. Le montant encore à payer sur ces dernières s'élève à 4,3 milliards USD. En outre, 1,3 milliard USD de crédits arriveront à échéance en 2015 et 2016, et l'entreprise devra rembourser 1,8 milliard USD. Cela explique la décision brutale de supprimer le dividende généreux (4 USD par action sur base

SEADRILL



Cours: 99,90 NOK
Ticker: SDRL Oslo
Code ISIN: BMG7945E1057



annuelle) en novembre 2014. Malgré le report de la livraison de neuf plateformes (entre 4 et 12 mois), dix plateformes seront encore livrées en 2015, trois en 2016 et deux en 2017. La direction négocie encore le report d'autres livraisons. Car à l'exception de *West Mira* – pour laquelle un contrat de cinq ans prendra cours en septembre 2015 –, aucun contrat n'a encore été conclu pour les nouvelles plateformes. De plus, les contrats de 70 plateformes en eaux (ultra-)profondes arriveront à échéance au cours des 12 prochains mois, sur un total de 240. Seadrill a ainsi vu trois plateformes se retrouver sans affectation au cours du trimestre écoulé, et le contrat de 5 plateformes en eaux profondes et de trois jack-ups ultraspecialisés (installation pour eaux peu profondes) arrivera à échéance cette année. En 2016, ce sera à nouveau le cas de 5 plateformes et de 8 jack-

ups. Un élément positif pour la jeune flotte de Seadrill est la forte hausse des mises hors service définitives de plateformes en eaux (ultra-)profondes dans le secteur : 14 en 2014 et déjà 12 en 2015, le plus haut niveau depuis le début des années 1990. Cette tendance devra cependant encore s'amplifier pour rétablir l'équilibre sur le marché. Plusieurs des nouvelles plateformes de Seadrill avaient été réservées pour un nouveau partenariat entre la filiale *North Atlantic Drilling* et le groupe russe *Rosneft*. Malheureusement, les sanctions imposées à la Russie par les pays occidentaux l'an dernier ont perturbé ces projets. En février, le scandale qui frappe le géant pétrolier brésilien *Petrobras* a également contraint Seadrill à rayer deux contrats (valeur totale : 1,1 milliard USD) d'un carnet de commandes qui s'établissait à 15,7 milliards USD le 31 mars. La création de *SeaMex Oleksy* est en revanche une bonne nouvelle : cette joint-venture avec *Fintech Advisory Inc* hébergera 6 jack-ups de Seadrill. ■

Conclusion

A 5,2 fois le bénéfice attendu en 2015, 0,7 fois la valeur comptable et un ratio valeur d'entreprise/cash-flows opérationnels attendus pour 2015 de 6,6, l'action de Seadrill intègre une longue période de crise. Nous relevons cependant le profil de risque compte tenu des incertitudes liées aux programmes de construction.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

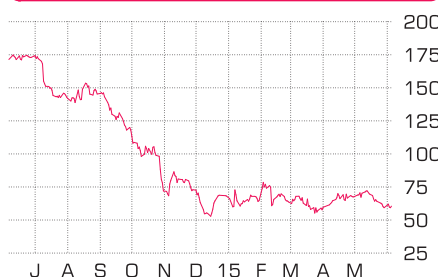
TRANSOCEAN INC



Cours: 19,17 USD
Ticker: RIG NYSE
Code ISIN: CH0048265513



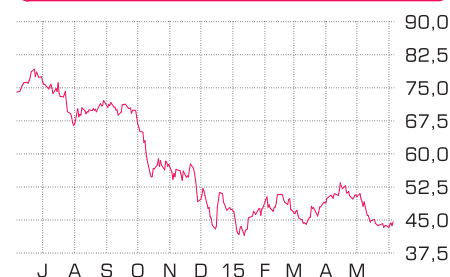
FRED OLSEN ENERGY



Cours: 60,50 NOK
Ticker: FOE Oslo
Code ISIN: NO0003089005



NOBLE ENERGY INC



Cours: 44,59 USD
Ticker: NBL NYSE
Code ISIN: US6550441058



Actions hors Europe

MATIÈRES PREMIÈRES

Barrick Gold

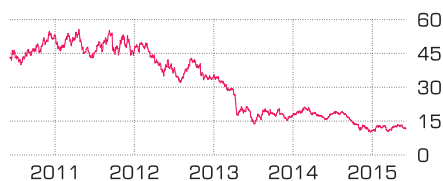


Barrick Gold, implanté au Canada, est le plus grand producteur aurifère au monde en termes de volumes de production. Le groupe a une structure de coûts très faible en comparaison avec la plupart de ses pairs. Son talon d'Achille se situe cependant dans son endettement important. A la fin du premier trimestre, Barrick avait 2,26 milliards USD en caisse, à opposer à une dette de long terme de 12,6 milliards USD. Sa position nette d'endettement (10,3 milliards USD) correspond environ aux fonds propres du groupe. Cela dit, il n'y a pas péril en la demeure. Tout d'abord, les remboursements sont très étalés dans le temps. Ainsi d'ici à 2017 le groupe ne doit-il par exemple rembourser que 900 millions USD. En outre, la direction a annoncé qu'elle souhaitait alléger son endettement de 3 milliards USD cette année. L'entreprise minière entend se concentrer opérationnellement sur les sites ayant le coût de production le plus faible. Dans la pratique, il s'agit en réalité de l'Etat américain du Nevada et de la région des Andes en Amérique du Sud. Les autres actifs sont donc éventuellement concernés par une vente. La mine *Cowal*, située en Australie, a notamment déjà été vendue pour 550 millions USD au groupe australien

BARRICK GOLD



♦ **Cours:** 11,47 USD
♦ **Ticker:** ABX NYSE
♦ **Code ISIN:** CA0679011084



Evolution Mining. *Kalgoorlie*, la joint-venture avec *Newmont Mining*, est désormais le seul actif de Barrick en Australie. En conséquence, le comptoir de Perth peut également être fermé, ce qui permettra de réaliser des économies supplémentaires en coûts *overhead*. L'entreprise publique *Zijin Mining* a acheté la moitié de la joint-venture *Porgera* en Papouasie-Nouvelle-Guinée pour 298 millions USD. La vente de *Cowal* et la participation dans *Porgera* fournira donc environ 848 millions USD, ce qui ne sera pas encore suffisant. C'est pourquoi le groupe envisage également la vente (partielle) de la mine de cuivre *Zaldívar* au Chili. Une vente de la moitié devrait rapporter environ 1 milliard USD, une vente complète près du double. La mine de cuivre de *Lumwana* en Zambie génère à nouveau des cash-flows positifs et n'est pas à vendre pour l'instant.

Barrick considère la participation de 64% dans *Acacia Mining* (l'ancien *African Barrick Gold* ou ABG) comme un actif secondaire qui pourrait donc aussi quitter le groupe en cas d'offre intéressante. La prestation opérationnelle d'*Acacia* s'est d'ailleurs sensiblement améliorée au cours des derniers trimestres. Pour réduire les coûts, les investissements ont également été réduits (de 200 millions USD), alors que les frais administratifs doivent être allégés. Barrick souhaite mettre sur pied davantage de joint-ventures afin de pouvoir partager les risques opérationnels et financiers inhérents à certains projets. Au premier trimestre, le groupe a produit 1,39 million d'onces d'or. Le bénéfice net ajusté est ressorti à 62 millions USD. Les prévisions de production pour l'ensemble de l'année sont comprises entre 6,2 et 6,6 millions d'onces d'or, à un coût de production moyen de 860 à 895 USD ■.

Conclusion

Barrick Gold joint le geste à la parole en réalisant rapidement l'allègement de dettes promis. Nous pensons du reste que les amortissements les plus lourds qui avaient poussé le groupe dans le rouge ces dernières années sont désormais révolus. Compte tenu des réserves abondantes (93 millions d'onces) et de la faible valorisation (1,3 fois la valeur comptable), nous restons positifs à l'égard du titre.

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

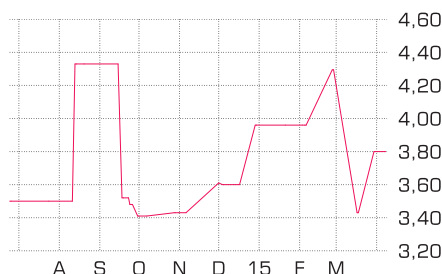
NEWMONT MINING



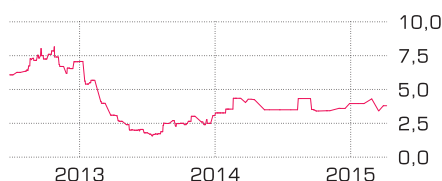
♦ **Cours:** 25,91 USD
♦ **Ticker:** NEM NYSE
♦ **Code ISIN:** US6516391066



ACACIA MINING



♦ **Cours:** 3,80 USD
♦ **Ticker:** ABGLF NASDAQ OTC
♦ **Code ISIN:** GB00B61D2N63



GOLDCORP INC



♦ **Cours:** 17,24 USD
♦ **Ticker:** GG NYSE
♦ **Code ISIN:** CA3809564097



Dégringolade des obligations

Comme prévu, la semaine écoulée était des plus chaotiques. Comme prévu aussi, les membres de la Troïka n'ont pas cédé un pouce et ont présenté un plan ridicule. Et bien sûr, le gouvernement grec a rejeté cette proposition. Il pouvait difficilement faire autrement. Dommage, car tout avait bien débuté.

Le 27 mai dernier, lors de la réunion des membres de la Troïka à Dresde, la présidente du Fonds monétaire international (FMI), Christine Lagarde, avait proposé trois semaines de répit à la Grèce. Ce n'est donc pas la Grèce qui a réclamé ce délai comme on l'entend partout, mais c'était une manœuvre réfléchie de la part du FMI qui visait à gagner du temps pour faciliter les pourparlers en cours. Il est donc indécent de prétendre que ce délai était une demande extraordinaire de la part de la Grèce.

Ultime proposition

Lundi passé, la Grèce avait envoyé ses propositions à ses créanciers. Le document compte 47 pages, détaillant toutes les mesures envisagées, chiffres à l'appui, ainsi qu'une série de réformes et leur calendrier. La Troïka a superbement ignoré ce document, osant même le qualifier d'extravagant. Elle a préféré remettre son propre programme, un document de quatre pages, énumérant les sempiternelles

conditions du FMI. Elle n'a donc tenu compte ni de la situation politique en Grèce, ni des lignes rouges que ce pays s'est imposées depuis la prise de pouvoir de Syriza. Si l'on compare les deux documents, on constate que les chiffres émanant du FMI sont aussi dérisoires que ceux de la Grèce. Ce qui n'a pas empêché la Troïka de qualifier de façon arrogante sa proposition d'ultime, à prendre ou à laisser.

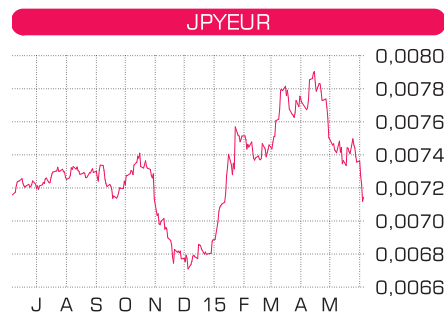
Les réformes structurelles exigées de la Grèce par ses créanciers ne peuvent pas se réaliser du jour au lendemain. Ce ne sont pas le relèvement des taxes et les restrictions en matière de sécurité sociale qui favoriseront le pouvoir d'achat du peuple grec. Les épargnes escomptées par ces mesures asociales relèvent par conséquent du « pifomètre ». Ce qui importe est de savoir si elles sont réalisables et cohérentes. Et de ce point de vue, les propositions émanant du gouvernement grec sont nettement plus plausibles que celles de la Troïka. Il suffit de comparer les deux documents disponibles aux adresses suivantes (en anglais) : de la troïka : <http://www.tovima.gr/files/1/201/06/04/111.pdf> de la Grèce : <http://www.standaard.be/extra/static/griekse-hervorming/voorstel-tsipras.pdf>

Débâcle

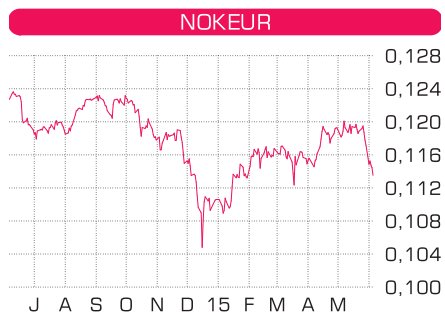
Que les dirigeants de la Troïka aient

perdu leur bon sens se remarque aussi par l'étonnante déclaration faite par le président de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi, mercredi dernier, lors de son point de presse mensuel. Il y a déclaré que le manque de liquidités sur les marchés provenait de la faiblesse des taux d'intérêt, elle-même issue de l'assouplissement monétaire de la BCE. Les opérateurs n'en croyaient pas leurs oreilles. Ils étaient incapables de comprendre la portée du message. Etais-ce une critique ou un fait accompli ? Quoi qu'il en soit, les cours des obligations de la zone euro ont chuté à vive allure. La dégringolade était la plus prononcée sur les titres à très long terme, où la perte dépassait largement les 10% (pour les titres autrichiens, elle atteignait 19% !)

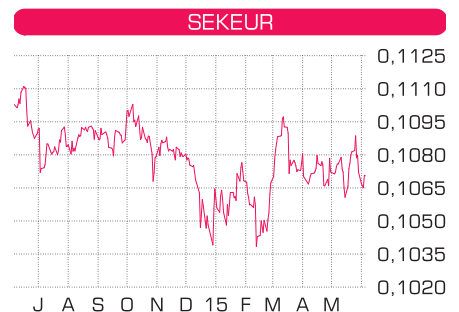
Ce revirement a surpris tout le monde. Les titres obligataires libellés dans d'autres devises ont également chuté. Seuls quelques émetteurs de qualité douteuse ont échappé à la débâcle. Tous les autres ont perdu pas mal de terrain. Le nombre de titres à la baisse représentait jusqu'à 20 fois celui des autres, orientés à la hausse. La conséquence logique de ces mouvements a été un raidissement des courbes de rendement. Elles ont toutes glissé vers le haut et le mouvement dépassait les 20 points de base (0,2%).



► Cours: 0,01 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



► Cours: 0,11 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



► Cours: 0,11 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



NOUVELLE ÉMISSION (MARCHÉ PRIMAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**	
AUD	Mercedes-benz australia / pacific	2018	2,50%	99,24%	2,77%	15-06	2000	LU	A	A	XS1244061534	acceptable	-
CAD	Asian development bank	2020	1,38%	99,76%	1,43%	11-06	1000	LU	A	B	CA045167DB67	acceptable	-
CHF	Clientis	2022	0,50%	100,12%	0,48%	29-06	5000	EB	A	A	CH0284400410	acceptable	-
CHF	Nordea bank sweden	2025	0,55%	100,39%	0,51%	23-06	5000	EB	A	A	CH0284415681	acceptable	-
EUR	Deutsche hypothekebank	2018	0,57%	100,00%	0,57%	11-06	1000	HN	B	B	DE000DHY4473	acceptable	-
EUR	Studio 100	2022	3,35%	101,88%	3,05%	23-06	1000	LU	C	B	BE6278665490	débiteur !	-
MXN	Rabobank nederland	2030	0,00%	40,10%	6,28%	29-06	100000	LU	A	C	XS1240180726	devisé !	-
USD	Arab republic of egypt	2025	5,88%	99,07%	6,09%	11-06	200000	LU	C	C	XS1245432742	coupure !	1
USD	Estee lauder companies	2045	4,38%	97,99%	4,55%	15-06	2000	LU	A	C	US29736RAG56	durée !	2

PROBLÈMES EXISTANTS (SOLUTIONS DE RECHANGE SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**	
USD	Philip morris companies	2044	4,25%	94,70%	4,63%	10-11	2000	NY	A	C	US718172BL29	Fortis	2
USD	Vnesheconombank	2025	6,80%	91,97%	8,10%	22-11	100000	DU	B	C	XS0559915961	ING	1

TAUX OBLIGATAIRES

	Niveau	-1 sem.	-1 an	B 12 m.	H 12 m.
Eonia	-0,12%	-0,08%	0,07%	-0,14%	0,34%
Euribor (360 dagen) Euro 3m	-0,01%	-0,01%	0,27%	-0,01%	0,27%
Euribor (360 dagen) Euro 6m	0,05%	0,05%	0,36%	0,05%	0,36%
Euribor (360 dagen) Euro 12m	0,16%	0,16%	0,53%	0,16%	0,53%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	-0,01%	-0,05%	0,29%	-0,16%	0,44%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,37%	0,22%	0,72%	0,04%	0,72%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,98%	0,72%	1,61%	0,29%	1,67%
Rendement des Obligations int. AAA USD	0,88%	0,78%	0,64%	0,60%	0,91%
Rendement des Obligations int. AAA USD	1,83%	1,61%	1,75%	1,39%	1,91%
Rendement des Obligations int. AAA USD	2,73%	2,50%	2,93%	2,03%	3,14%
EUR/USD	1,12%	1,09%	1,36%	1,06%	1,37%

mise à jour 07/06/2015

VARIATIONS DE CHANGE

	Cours*	% 2 ans	% 10 ans
AUD	1,4534	-0,54%	-9,22%
CAD	1,4023	-5,90%	-8,26%
CHF	1,0478	-14,01%	-31,53%
DKK	7,4603	-0,02%	0,24%
GBP	0,7317	-9,76%	8,96%
JPY	139,9700	0,19%	6,74%
NOK	8,8085	8,09%	12,11%
NZD	1,5713	-1,85%	-8,75%
SEK	9,3417	3,03%	2,31%
USD	1,1218	-17,77%	-8,69%
ZAR	13,9126	-4,40%	71,34%

(*) 1EUR=

(*) A : excellent, B : médiocre, C : insatisfaisant (***) alternatif correspondant

Question de crédibilité

Les dirigeants du G7 devront rapidement trouver une solution à la crise grecque. Il ne s'agit pas uniquement de l'avenir de l'euro et de l'Union européenne, mais bien plus de la crédibilité des instances internationales, de la solidarité des nations dites démocratiques et du maintien d'une certaine cohérence en Occident. Si aucune avancée notable n'est réalisée durant ce sommet, les conséquences seront totalement imprévisibles.

Les semaines à venir s'avéreront plus chaotiques que jamais. L'évolution des taux d'intérêt sera déterminante. Techniquement, il n'y a aucune raison pour justifier leur hausse. Mais les marchés sont confrontés à un manque croissant de liquidités. Les banques font de moins en moins fonction de teneurs de marché. Ce qui fait que depuis que le système anglo-saxon est en vigueur depuis 1986, une cotation ne sera obtenue que si une contrepartie équilibre l'échange, alors qu'auparavant les banques remplissaient ce rôle en tant que teneurs de marché. On peut donc craindre d'importants soubresauts dans l'évolution des cours prochainement. Ils seront, de plus, attisés par la présence des produits et structures dérivés.

JPY: -2,9 %

L'euro (EUR) a profité d'une issue positive à la crise grecque et de la hausse impromptue des taux d'intérêt durant toute la semaine. Ce n'est qu'à la fin de celle-ci que sa tendance haussière s'est inversée après la publication d'une embauche plus importante que prévu aux États-Unis. Le dollar (USD) a toutefois dû céder 2,2%. Le yen japonais (JPY) a perdu davantage maintenant qu'une majorité de gens se rend compte que l'assouplissement monétaire est un échec flagrant pour le pays. Le JPY a perdu 2,9%. La livre (GBP) s'est effritée de 1,7%. Même le franc suisse (CHF) a cédé 1,3%.

RUB: -8,5 %

Les devises à haut rendement et celles liées aux matières premières ont fortement souffert. La palme revenait au rouble russe (RUB) perdant 8,5% depuis que les hostilités ont repris en Ukraine. Le rand sud-africain (ZAR) a abandonné 4,1%, le peso mexicain (MXN) 3,5%, la couronne norvégienne (NOK) 3,1%, la lire turque (TRY) 2,4%, les dollars canadien (CAD) 2,7%, australien (AUD) 1,35% et néo-zélandais (NZD) 2%.

Les obligations, comme on le sait, sont sensibles aux variations des taux

d'intérêt. Plus leur durée résiduelle est longue, plus grande sera leur sensibilité. Ainsi, le cours de l'emprunt en USD à 30 ans du producteur américain de produits de beauté **Estée Lauder** (A2) oscillera de 15,8% dans le sens inverse de celui des taux d'intérêt et ceci pour une variation de 1% de ceux-ci. Le coupon nul à 15 ans en MXN au nom de la **Rabobank** (A+) a une sensibilité de 5,26, ce qui correspond à 13,1% du capital investi !

Éviter le long terme

Quand les temps deviennent incertains, il vaut mieux éviter les placements à long terme. **Studio 100** (sans notation), la société de programmation belge, lance un emprunt à 7 ans en EUR qui rencontre un succès retentissant. Il est fort probable que le montant émis dépassera les 90 millions prévus. L'emprunt rapporte 2,37% de plus que la moyenne du marché, ce qui lui confère une notation implicite dans la classe des BB. Reste à espérer que les programmes réalisés par Studio rencontreront autant de succès afin d'éviter tout revers financier futur. **Mercedes-Benz Australia/Pacific** (A-) en AUD est techniquement correcte, sans plus. ■

Check-list Belgique

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	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
Ablynx	10,42	EUR	BRU	11,48	7,40	-40,1	-94,7	0,0	1C	Digne d'achat
Accentis	0,03	EUR	BRU	0,03	0,01	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Ackermans & Van Haaren	125,10	EUR	BRU	127,30	85,50	15,1	15,4	1,1	2A	Conserver
Aedifica	60,50	EUR	BRU	64,10	49,25	25,5	23,4	2,8	2A	Conserver/attendre
Ageas	34,01	EUR	BRU	34,95	23,71	10,3	9,9	3,3	2B	Conserver/attendre
Agfa-gevaert	2,53	EUR	BRU	2,60	1,68	5,9	5,3	0,0	1C	Digne d'achat
Anheuser-bush Inbev	107,15	EUR	BRU	118,80	78,75	22,2	20,9	2,1	2A	Conserver/attendre
Ascencio Demat	58,60	EUR	BRU	64,98	51,61	16,6	16,5	3,7	2A	Conserver
Atenor Group	41,75	EUR	BRU	49,85	34,10	14,0	12,1	3,5	2B	Conserver/attendre
Banimmo A	7,66	EUR	BRU	9,00	6,50	16,3	5,8	0,0	1B	Digne d'achat
Barco	61,43	EUR	BRU	64,85	50,60	18,9	17,8	1,9	1B	Digne d'achat
Befimmo-sicafi	57,30	EUR	BRU	70,24	54,50	15,5	15,5	4,5	2A	Conserver
Bekaert	26,07	EUR	BRU	29,42	21,90	15,6	12,2	2,4	1B	Digne d'achat
Belgacom	31,44	EUR	BRU	35,88	23,21	18,7	18,6	3,5	2A	Conserver/attendre
Biocartis	14,30	EUR	BRU	14,95	12,36	-7,4	-15,1	0,0	1C	Digne d'achat
Bone Therapeutics	21,09	EUR	BRU	28,90	16,00	-18,7	-72,7	0,0	1C	Digne d'achat
bpost	25,70	EUR	BRU	27,65	16,71	16,8	16,4	3,6	1A	Digne d'achat
Bque Nat Belgique	3.170,00	EUR	BRU	3.590,00	3.010,00	-	-	3,6	1A	Digne d'achat
Brederode	38,00	EUR	BRU	38,33	27,30	-	-	1,2	2B	Conserver/attendre
Campine	12,09	EUR	BRU	13,29	10,00	-	-	0,0	2C	Conserver
Celyad	63,00	EUR	BRU	70,95	28,01	-22,3	-24,5	0,0	3C	Vendre
Cfe	109,70	EUR	BRU	112,45	66,21	16,5	16,6	1,4	2B	Conserver
Cie Bois Sauvage	242,00	EUR	BRU	252,00	190,00	-	-	2,6	2A	Conserver/attendre
Cmb	13,50	EUR	BRU	20,70	12,00	-5,1	-7,2	0,0	1B	Digne d'achat
Co. br. ha.	2.603,00	EUR	EAX	2.699,00	1.980,00	-	-	0,5	2A	Conserver/attendre
Cofinimmo-sicafi	92,27	EUR	BRU	113,11	83,81	14,9	14,9	4,4	2A	Conserver/attendre
Colruyt	41,17	EUR	BRU	44,45	32,12	17,5	17,2	1,7	2A	Conserver/attendre
Connect Group	1,16	EUR	BRU	1,88	1,14	-	-	0,0	3B	Vendre
Deceuninck	1,91	EUR	BRU	2,32	1,69	23,9	17,4	0,8	1B	Digne d'achat
Delhaize Group	82,95	EUR	BRU	89,61	47,86	16,9	14,9	1,4	1B	Digne d'achat
Dexia	0,06	EUR	BRU	0,18	0,02	-2,9	-2,9	0,0	3C	Vendre
D'leteren	35,15	EUR	BRU	37,17	27,16	14,0	12,6	1,7	2B	Conserver/attendre
Eckert-Ziegler	1,25	EUR	BRU	2,02	1,25	-	-	0,0	3C	Vendre
Econocom Group	7,70	EUR	BRU	8,38	4,83	14,8	12,8	0,0	3B	Vendre
Elia	37,28	EUR	BRU	41,28	34,79	16,3	15,1	3,1	1A	Digne d'achat
Euronav	12,71	EUR	BRU	13,20	7,08	9,9	13,7	1,4	1B	Digne d'achat
Evs Broadcast Equipment	28,23	EUR	BRU	39,48	23,52	21,4	14,1	5,1	2B	Conserver/attendre
Exmar	9,01	EUR	BRU	12,45	7,75	10,6	6,3	4,1	2B	Conserver/attendre
Fagron	39,50	EUR	BRU	44,98	29,30	18,8	16,5	1,8	1B	Digne d'achat
Floridienne	84,05	EUR	BRU	86,00	65,00	17,6	11,4	0,0	3B	Vendre
Fluxys Belgium	26,50	EUR	BRU	29,50	24,50	44,2	37,9	3,3	2A	Conserver/attendre
Fountain	1,80	EUR	BRU	3,35	1,69	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Galapagos	47,04	EUR	AMS	55,40	10,00	20,0	-49,5	0,0	3C	*Vendre
Gbl	74,06	EUR	BRU	80,69	64,10	17,2	14,5	2,8	2A	Conserver
Gimv	43,95	EUR	BRU	44,24	34,16	-	-	4,3	1A	Digne d'achat
Global Graphics	2,27	EUR	BRU	2,50	1,50	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Greenyard Foods	19,92	EUR	BRU	21,25	10,40	21,2	18,3	0,0	3B	*Vendre
Hamon	9,34	EUR	BRU	15,74	8,65	10,2	9,4	0,0	3C	Vendre
Home Invest	88,00	EUR	BRU	95,80	79,75	35,9	32,7	3,5	2A	Conserver
Iba	21,39	EUR	BRU	25,48	10,55	30,6	23,0	0,5	2C	Conserver/attendre
Iep Invest	5,10	EUR	BRU	6,85	2,80	-	-	68,9	2B	Conserver/attendre
Immobel	50,00	EUR	BRU	52,88	39,01	14,2	9,6	2,4	1A	Digne d'achat
Intervest Offices	22,52	EUR	BRU	27,50	19,75	12,6	13,3	4,7	2B	Conserver
Jensen Group	20,00	EUR	BRU	21,40	13,46	11,7	11,4	1,5	2A	Conserver/attendre
Kbc	59,08	EUR	BRU	62,48	36,53	12,1	11,7	2,5	2B	Conserver/attendre
Kbc Ancora	36,60	EUR	BRU	38,80	19,50	21,2	-152,5	2,7	2B	Conserver/attendre
Kinepolis Group	33,10	EUR	BRU	41,15	25,63	22,5	20,3	1,4	2A	Conserver/attendre
Leasinvest (sicafi)	85,13	EUR	BRU	97,99	79,86	16,7	15,7	4,0	2A	Conserver
Lotus Bakeries	1.330,00	EUR	BRU	1.349,95	893,00	26,0	24,7	0,7	2A	Conserver
MdxHealth	4,75	EUR	BRU	5,88	3,07	-14,0	-158,2	0,0	1C	Digne d'achat
Melexis	55,54	EUR	BRU	60,94	28,60	21,4	19,6	1,3	2A	Conserver
Miko	86,99	EUR	BRU	89,25	64,00	11,9	10,9	1,1	2A	Conserver
Mobistar	16,55	EUR	BRU	21,43	12,99	20,9	17,8	8,0	2B	Conserver
Montea	36,74	EUR	BRU	38,50	30,50	17,4	16,7	2,0	2A	Conserver
Moury Construct	127,00	EUR	BRU	138,00	110,00	-	-	2,2	1B	Digne d'achat
Nyrstar	3,62	EUR	BRU	3,94	1,70	21,3	6,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Ontex	26,73	EUR	BRU	29,74	17,23	16,6	15,2	0,5	2B	Conserver/attendre
Option	0,29	EUR	BRU	0,50	0,27	-28,7	28,7	0,0	3C	Vendre
Pairi Daiza	53,89	EUR	EAX	54,50	44,00	-	-	2,9	1B	Digne d'achat



	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
Picanol	50,90	EUR	BRU	50,95	23,30	12,4	11,7	0,2	1B	Digne d'achat
Quest for Growth	9,25	EUR	BRU	9,30	6,75	-	-	13,9	2B	Conserver/attendre
Realdolmen	19,70	EUR	BRU	23,50	15,80	8,6	-	0,0	2B	Conserver
Recticel	4,32	EUR	BRU	6,60	3,81	-	-	3,5	1B	Digne d'achat
Resilux	156,00	EUR	BRU	166,40	94,80	26,0	17,5	0,9	1A	Digne d'achat
Retail Estates	69,90	EUR	BRU	76,97	58,92	17,3	16,7	3,2	2A	Conserver
Rosier	201,10	EUR	BRU	209,99	186,00	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Roularta	14,80	EUR	BRU	15,64	10,79	7,4	6,9	0,0	-	Pas de rating (éditeur IB)
Sapeac	27,99	EUR	BRU	45,49	27,05	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Serviceflats Cert	15,95	EUR	BRU	16,21	11,75	-	-	3,3	2A	Conserver
Sioen	14,01	EUR	BRU	15,90	9,35	15,2	14,4	1,8	2B	Conserver/attendre
Sipef	49,14	EUR	BRU	63,98	45,10	16,4	12,2	1,9	1B	Digne d'achat
Smartphoto Group	0,41	EUR	BRU	0,49	0,25	13,8	10,4	0,0	2B	Conserver/attendre
Sofina	100,70	EUR	BRU	103,85	78,16	-	-	1,7	2A	Conserver
Softimat	2,10	EUR	EAX	3,08	2,03	-	-	23,1	2A	Conserver
Solvac Nom	133,60	EUR	BRU	142,30	116,10	-	-	3,7	2A	Conserver/attendre
Solvay	122,05	EUR	BRU	141,10	104,05	15,8	13,6	2,1	2B	Conserver/attendre
Telenet Group Holding	49,76	EUR	BRU	57,00	38,02	29,1	26,2	0,0	2B	Conserver/attendre
Ter Beke	76,79	EUR	BRU	78,96	55,10	14,0	12,1	2,5	2B	Conserver
Tessengerlo	33,81	EUR	BRU	35,79	18,32	20,6	16,7	0,0	2B	Conserver/attendre
Texaf	36,10	EUR	BRU	40,30	28,00	24,1	20,9	1,0	1B	Digne d'achat
Thrombogenics	5,24	EUR	BRU	18,24	4,75	-5,0	-8,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Tigenix Nv	0,72	EUR	BRU	0,84	0,48	-6,5	-6,0	0,0	2C	Conserver/attendre
TINC	11,20	EUR	BRU	11,47	10,90	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Tubize (fin)	56,32	EUR	BRU	63,21	48,05	-	-	0,6	2A	Conserver/attendre
Ucb	65,88	EUR	BRU	75,62	56,59	32,8	25,6	1,2	2A	Conserver/attendre
Umicore	43,65	EUR	BRU	46,33	29,74	20,6	17,7	1,9	2B	Conserver/attendre
Van De Velde	54,40	EUR	BRU	55,00	36,30	17,5	16,0	4,8	2A	Conserver
Vastned Retail Belgium	55,85	EUR	BRU	62,93	53,31	21,8	21,2	3,4	2A	Conserver
Vranken-Pommery	28,22	EUR	PAR	29,60	21,75	23,3	18,3	3,7	1B	Digne d'achat
Warehouses De Pauw	68,97	EUR	BRU	76,69	52,30	15,4	14,2	3,7	2A	Conserver
Warehouses Estates Belgium	62,50	EUR	BRU	68,98	55,88	-	-	4,2	2A	Conserver
Wereldhave B Sicafi	91,23	EUR	BRU	113,95	89,13	15,6	15,2	3,3	2A	Conserver
Zenitel	1,08	EUR	BRU	1,29	0,78	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Zetes Industries	29,40	EUR	BRU	29,95	18,10	17,2	14,3	1,7	2B	Conserver

Check-list Europe

	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
7C Solarparken	1,73	EUR	FRA	1,88	1,28	24,7	14,4	0,0	1B	Digne d'achat
Adidas	70,15	EUR	XTR	78,84	52,94	20,2	17,8	2,1	1A	Digne d'achat
Aegon	6,81	EUR	AMS	7,70	5,69	9,3	8,5	3,4	2B	Conserver/attendre
Ahold	18,72	EUR	AMS	19,89	11,56	17,7	16,3	2,5	2A	Conserver
Air France - Klm	7,28	EUR	PAR	11,91	5,68	16,5	5,2	0,0	1C	Digne d'achat
Aker Asa Group	159,50	NOK	OSL	245,50	136,00	5,7	4,6	5,9	1A	Digne d'achat
Alcatel - Lucent	3,50	EUR	PAR	4,57	1,78	20,6	14,0	0,0	2B	Conserver/attendre
Alstom	28,12	EUR	PAR	30,20	24,71	20,8	16,3	0,0	2B	Conserver/attendre
Anglo American Plc	1.015,50	PNC	LON	1.662,00	923,00	1.471,7	1.115,9	5,4	2B	Conserver/attendre
Anglo Eastern Plantations	628,00	PNC	LON	715,00	539,00	951,5	705,6	0,5	1A	Digne d'achat
ArcelorMittal	9,89	EUR	AMS	11,75	7,75	-109,9	18,0	1,5	1B	Digne d'achat
Areva	8,88	EUR	PAR	16,90	7,69	-5,6	-222,0	0,0	1B	Digne d'achat
Asian Bamboo Ag	0,29	EUR	XTR	1,39	0,23	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Asian Citrus	10,25	PNC	LON	15,50	5,30	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
ASML	98,14	EUR	AMS	104,85	61,58	29,0	22,7	0,7	2B	Conserver/attendre
Banco Santander	6,54	EUR	MAD	7,96	5,77	12,3	11,1	7,3	1B	*Digne d'achat
BASF	82,16	EUR	XTR	97,22	64,27	15,0	13,3	3,2	2A	Conserver/attendre
Bayer	127,00	EUR	MAD	146,70	92,00	17,9	15,9	1,8	2A	Conserver/attendre
Beiersdorf	79,43	EUR	FRA	84,32	60,86	28,1	25,9	0,8	1A	Digne d'achat
BHP Billiton	1.327,00	PNC	LON	2.102,53	1.250,16	1.411,7	1.843,1	5,8	1B	Digne d'achat
Black Earth Farming Ltd	3,67	SEK	STO	5,90	2,65	7,5	6,3	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
BMW	99,59	EUR	XTR	123,75	74,74	10,4	9,7	2,8	2A	Conserver/attendre
BNP Paribas	55,30	EUR	PAR	59,69	43,14	10,4	9,0	2,7	2B	Conserver/attendre
Bollore	5,01	EUR	PAR	5,40	3,31	33,4	31,3	1,2	2B	Conserver/attendre
Boskalis	44,10	EUR	AMS	48,53	36,59	13,7	14,0	3,5	2A	Conserver/attendre
BP	443,35	PNC	LON	526,80	242,10	1.773,4	1.385,5	6,0	2C	Conserver/attendre
Carrefour	30,30	EUR	PAR	33,24	21,42	17,8	15,8	2,2	2B	Conserver/attendre
Casino	71,98	EUR	PAR	97,53	70,02	14,9	13,0	4,3	1A	Digne d'achat
CFAO	32,70	EUR	PAR	33,50	28,20	-	-	2,8	1B	Digne d'achat
CGG	6,06	EUR	PAR	11,31	4,25	-10,1	-121,2	0,0	2B	Conserver/attendre
Compagnie des Alpes	17,20	EUR	PAR	17,55	14,28	15,8	13,5	2,0	1B	Digne d'achat
Danone	61,17	EUR	PAR	67,74	49,84	20,8	18,9	2,4	2A	Conserver/attendre
Delta Lloyd Groupe	15,38	EUR	AMS	19,44	15,34	6,8	6,8	5,9	2B	Conserver/attendre
Doro Ab	40,90	SEK	STO	49,80	25,10	16,2	9,7	0,0	1B	Digne d'achat
DSM	53,09	EUR	AMS	54,94	42,40	21,4	18,3	3,1	1A	Digne d'achat
E.ON	12,98	EUR	XTR	15,46	12,23	15,1	16,0	3,8	2B	Conserver
Edf	21,07	EUR	PAR	27,02	20,90	10,4	10,5	5,9	2A	Conserver
Electrolux	254,00	SEK	STO	282,80	159,50	22,9	14,8	2,5	2B	Conserver/attendre



Cours Devise Marché H12m B12m P/e15 P/e16 Rend. Rating Conseils

Essilor	108,75	EUR	PAR	115,80	71,16	29,0	25,8	0,9	2A	Conserver/attendre
Financière de l'Odette	1.084,00	EUR	PAR	1.138,80	765,10	-	-	0,1	2A	Conserver
Fonc. Fin. Part. (FFP)	72,94	EUR	PAR	80,10	42,21	13,0	9,7	2,7	3B	Vendre
Fred Olsen Energy	60,50	NOK	OSL	176,80	51,35	3,6	5,7	33,7	1B	Digne d'achat
Fresenius SE	55,95	EUR	XTR	58,82	35,09	22,7	19,7	0,8	1A	Digne d'achat
Fugro	22,54	EUR	AMS	45,28	8,67	26,5	17,6	6,5	2A	Conserver/attendre
Gamesa	13,30	EUR	MAD	14,32	6,44	21,5	18,2	0,5	2B	Conserver/attendre
Ganger Rolf	65,00	NOK	OSL	118,50	57,00	-	-	5,1	1B	Digne d'achat
Gdf Suez	17,64	EUR	PAR	21,19	16,17	14,7	13,2	5,6	2A	Conserver
GlaxosmithKline	1.398,50	PNC	LON	1.645,00	1.296,50	1.705,5	1.571,3	5,5	1A	Digne d'achat
Glencore	3,83	EUR	XTR	4,78	3,06	23,9	16,7	4,2	2B	Conserver/attendre
HAL Trust	155,45	EUR	AMS	161,50	106,05	19,6	18,6	3,2	3A	Vendre
Henkel	106,30	EUR	XTR	115,70	72,16	22,1	20,4	1,2	2A	Conserver/attendre
Imtech	3,85	EUR	AMS	126,50	2,95	-12,4	32,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Inditex	30,00	EUR	MAD	31,05	19,29	32,3	28,9	1,7	2B	Conserver/attendre
Ing Groep	14,62	EUR	AMS	15,24	9,49	12,2	12,2	0,8	2B	Conserver/attendre
Julius Baer	50,95	CHF	ZUR	53,05	33,77	15,8	14,2	1,9	1B	Digne d'achat
K + S Ag	28,45	EUR	XTR	33,45	19,12	10,7	11,6	3,1	2B	Conserver/attendre
KPN	3,35	EUR	AMS	3,49	2,13	66,9	41,8	2,1	2B	Conserver/attendre
Lafarge	61,17	EUR	PAR	67,94	48,51	21,3	16,3	2,0	1B	Digne d'achat
Lanxess	49,30	EUR	XTR	52,59	33,52	24,1	16,1	1,0	1B	Digne d'achat
L'Oréal	166,65	EUR	PAR	181,30	117,05	26,5	24,6	1,5	2B	Conserver
LVMH	160,30	EUR	PAR	175,40	109,41	20,3	18,2	2,0	2A	Conserver/attendre
Lyxor Gold Bullion Securities	100,48	EUR	PAR	111,91	85,15	-	-	-	1B	Digne d'achat
Marine Harvest	93,85	NOK	OSL	110,30	72,95	13,8	10,7	5,1	3B	Vendre
Maurel Et Prom	7,09	EUR	PAR	12,73	6,70	14,8	12,7	0,0	2B	Conserver
Medivir B	78,00	SEK	STO	151,00	75,50	11,6	28,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Michelin	96,56	EUR	PAR	103,90	65,10	12,0	10,9	2,6	2B	Conserver/attendre
Mp Evans Group Plc	438,50	PNC	LON	500,00	359,75	1.461,7	1.096,2	2,0	1B	Digne d'achat
Nestlé	70,10	CHF	ZUR	77,00	64,15	20,7	19,3	3,0	1A	Digne d'achat
Nokia Corporation	6,45	EUR	HEL	7,87	5,38	21,5	19,0	2,4	3B	Vendre
Novartis	95,40	CHF	ZUR	102,70	76,05	19,4	18,1	2,7	2A	Conserver
Oriflame Cosmetics	122,60	SEK	STO	170,20	102,70	12,7	11,0	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Orpea	64,41	EUR	PAR	66,74	42,81	24,3	20,9	1,2	2A	Conserver/attendre
Pernod-Ricard	105,00	EUR	PAR	117,75	82,23	20,7	18,3	1,5	3A	Vendre
Philips	24,14	EUR	AMS	28,00	20,69	18,3	14,5	3,2	2A	Conserver/attendre
PNE Wind	2,21	EUR	FRA	3,12	2,10	17,0	2,6	0,0	1B	Digne d'achat
Polarcus Ltd	0,32	NOK	OSL	3,90	0,26	-0,4	-0,7	0,0	1C	Digne d'achat
Purecircle Ltd	417,50	PNC	LON	635,00	288,00	0.437,5	3.795,5	0,0	1B	Digne d'achat
Renault	92,30	EUR	PAR	100,25	49,50	9,8	7,8	2,0	2B	Conserver/attendre
Rio Tinto Plc	2.852,50	PNC	LON	3.530,50	1.785,00	1.668,1	1.364,8	4,7	1B	Digne d'achat
Roche	271,50	CHF	ZUR	295,80	238,80	19,0	17,4	2,9	2A	Conserver/attendre
Royal Dutch Shell A	26,18	EUR	AMS	31,13	24,30	20,5	15,5	6,3	1B	Digne d'achat
SABMiller Plc	3.365,50	PNC	LON	3.857,00	3.105,00	2.130,1	1.956,7	2,2	2A	Conserver/attendre
Sanofi	89,14	EUR	PAR	99,23	69,58	15,7	15,0	3,1	2A	Conserver/attendre
SAP	66,31	EUR	XTR	70,81	50,08	17,8	16,5	1,6	3B	Vendre
Sbm Offshore	11,45	EUR	AMS	13,40	8,11	9,4	7,6	0,0	1C	Conserver/attendre
Seadrill	99,90	NOK	OSL	249,00	70,50	41,1	49,0	0,0	1B	Digne d'achat
Seb	78,65	EUR	PAR	87,66	57,26	18,2	16,1	1,7	1B	Digne d'achat
Siemens	95,58	EUR	XTR	106,35	80,17	15,3	13,7	3,4	2A	Conserver/attendre
South32	105,50	PNC	LON	120,26	55,64	555,3	555,3	0,0	1B	*Digne d'achat
Standard Chartered	1.035,00	PNC	LON	1.340,50	557,50	1.176,1	1.024,8	5,3	2B	Conserver/attendre
Statoil	145,40	NOK	OSL	199,90	118,20	20,9	14,3	5,0	1A	Digne d'achat
Suedzucker Ag	14,79	EUR	XTR	15,76	9,89	105,6	26,9	1,7	1B	Digne d'achat
Swatch Group	368,40	CHF	ZUR	543,50	350,00	14,8	13,6	2,0	1A	Digne d'achat
Syngenta	412,80	CHF	ZUR	435,20	273,20	24,4	21,2	2,6	2A	Conserver/attendre
Technip	59,06	EUR	PAR	82,24	44,91	11,2	12,2	3,4	1B	Digne d'achat
Telefonica	12,70	EUR	MAD	14,00	10,76	16,7	14,8	4,6	2B	Conserver/attendre
Telenor	176,90	NOK	OSL	183,50	128,90	17,5	15,7	4,1	2A	Conserver/attendre
TomTom	9,51	EUR	AMS	10,59	5,01	43,2	27,2	0,0	2C	Conserver/attendre
Total	45,55	EUR	PAR	54,71	38,25	14,6	12,2	5,4	1A	Digne d'achat
Unilever Nv	37,30	EUR	AMS	42,75	28,75	20,3	18,9	3,2	2A	Conserver/attendre
Vedanta Resources	553,00	PNC	LON	1.201,00	353,21	3.252,9	1.455,3	7,5	1C	Digne d'achat
Velcan	14,00	EUR	EAX	14,85	8,84	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund	2,48	USD	LON	2,73	1,35	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinci	53,30	EUR	PAR	57,66	39,65	15,3	14,3	3,3	1B	Digne d'achat
Vivendi	23,55	EUR	PAR	24,42	17,26	43,6	41,3	13,1	1B	Digne d'achat
Vodafone Group Plc	242,05	PNC	LON	257,95	179,10	4.034,2	3.457,9	4,6	2B	Conserver/attendre
Volkswagen VA	213,90	EUR	XTR	262,45	147,40	8,8	7,9	2,2	2A	Conserver/attendre
Vopak	45,34	EUR	AMS	54,32	32,32	17,7	16,5	2,0	2B	Conserver/attendre
Yara International	379,30	NOK	OSL	444,60	281,00	10,2	10,2	3,4	3B	Vendre

Actions mondiales dans le numéro B

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



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

