



Pour tout conseil en placement

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

3 juillet 2015 - n° 27B

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

Sommaire

ACTIONS 2-5

Immobel,
Ahold,
Fresenius SE,
Harmony

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Sipef

DÉRIVÉS 8

Le point après 6 mois (I)

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

Aedifica,
IBA,
Materialise,
WDP

OPTIONS 10

Market Vectors Goldminers

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

Ablynx;
Gamesa

PORTEFEUILLE 12

Fagron

Index d'actions

Ablynx	10
Aedifica	9
Ahold	3
Fagron	12
Fresenius	4
Gamesa	11
Harmony	5
IBA	9
Immobel	2
Market Vectors Goldminers	10
Materialise	9
PNE Wind	12
Sipef	7
WDP	9

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Draghi versus Tsipras

Le premier semestre 2015 a affiché deux visages : le premier trimestre fut remarquable pour les marchés boursiers et obligataires européens, tandis que le second, qui vient de se clôturer, fut particulièrement maussade. Globalement, si le premier semestre n'est donc pas extraordinaire, comme le début de la période aurait pu l'augurer, il est néanmoins bon. Au niveau des indices, ceci implique donc une hausse de 10 à 15%, au lieu de 20 à 25% au bilan du premier trimestre. Les trois premiers mois furent marqués par les manœuvres de *Mario Draghi* (lancement du QE dans la zone euro, rachat mensuel d'obligations d'Etat à hauteur de 60 milliards EUR). La décision

LE PREMIER TRIMESTRE
FUT EXCELLENT, LE SECOND
FRANCHEMENT DÉCEVANT

a été prise en janvier, soit quelques jours à peine avant les élections parlementaires en Grèce. Comme le marché le craignait, celles-ci ont été remportées par le parti de gauche *Syriza*, d'*Alexis Tsipras*, qui n'avait pas caché qu'il ne partageait pas la logique restrictive de l'Union européenne. Cela dit, au cours des premiers mois de l'année, l'attention s'était surtout concentrée sur la faiblesse des taux, de l'euro et des cours pétroliers, qui incitaient tant les économistes que les investisseurs à espérer un redressement économique (cyclique) en Europe.

C'est à partir de la seconde moitié du mois de mai, et à plus forte raison en juin, que le dossier grec est revenu à l'avant de la scène. Les négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers semblaient alors bloquées, rendant le scénario de « Grexit » de plus en plus probable, et emportant au passage les juteuses plus-values engrangées jusqu'à en Bourse.

Le parcours des marchés européens

fut aussi passionnant et fluctuant que celui de ses homologues d'outre-Atlantique fut ennuyeux et monotone. Sur *Wall Street* en effet, seules quelques (importantes) acquisitions ont permis de donner vie aux tables de cotation ; le revirement imminent de la politique de taux de la *Federal Reserve* a maintenu les investisseurs à l'écart. Il s'ensuit que, trois ou six mois plus tard, nous sommes toujours proches du niveau initial de janvier 2015.

Pas de tragédie

Ce même thème monétaire est appelé à jouer un rôle important au second semestre. Même s'il est clair depuis quelque temps déjà que la Fed fera

preuve de beaucoup de prudence dans ses manœuvres de relèvement. Elle ne devrait d'ailleurs pas aller au-delà d'une augmentation purement symbolique de son taux directeur. A court terme, c'est la Grèce qui soufflera le chaud et le froid sur les marchés. En l'occurrence, un accord semble à nouveau envisageable mais, même si le scénario du Grexit était privilégié, nous ne pensons pas que les Bourses européennes changeraient radicalement d'orientation. La période devrait être agitée, mais nous n'anticipons pas de tragédie grecque pour autant. Rien de transcendant en tout cas. La BCE, en adaptant les modalités de son QE, est en mesure d'absorber le choc et d'éviter la contagion à d'autres pays sud-européens, de manière à ne pas compromettre le redressement économique. La hausse boursière est certes déjà à un stade avancé, mais pas encore en phase d'arrêts de jeu (dangereux). La sélectivité et une attention de plus en plus grande pour la valorisation seront cependant nécessaires. ■

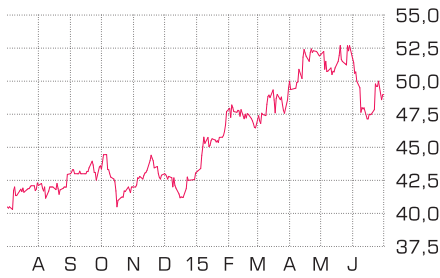
Actions belges

IMMOBILIER Immobel

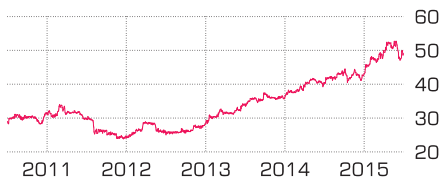


L'année dernière, l'actionnariat du plus grand promoteur immobilier de notre pays, actif en Belgique, au Luxembourg et en Pologne a beaucoup changé. Il y a un peu moins de deux ans, *Cresida Investment* a racheté la presque totalité du lot de *JER Audrey*. *Cresida Investment*, une filiale de *l'Eastbridge Group*, a acquis 29,85% des actions *Immobel*. *Cresida* a cependant disparu du tableau depuis lors, puisque la société a vendu l'intégralité de son lot à *Allfin Group*, la société de *Marnix Galle Investment*. La prochaine étape pourrait être une alliance entre *Immobel* et *Allfin Group*. On y pense en tout cas, à en croire un communiqué de presse publié après que des rumeurs de fusion se sont répandues. Pour autant, aucune transaction n'a encore été conclue, loin de là. La particularité des promoteurs immobiliers est que leurs bénéfices découlent de la réalisation de la vente de projets. En conséquence, les bénéfices fluctuent beaucoup au fil des ans. En 2013, il s'en est fallu de peu pour qu'*Immobel* finalise la vente, avec son partenaire *Breevast* (60% *Breevast*; 40% *Immobel*), de la participation dans *RAC 1 NV* à *Hannover Leasing*. *RAC 1* est la société propriétaire de la première phase du projet *Belair*. Ce projet repose essentiellement sur le

IMMOBEL



▀ **Cours:** 49,00 EUR
▀ **Ticker:** IMMO Bruxelles
▀ **Code ISIN:** BE0003599108



redéploiement de l'ancien centre administratif au cœur de Bruxelles, entre la rue de la Loi et le boulevard Pacheco. Ce projet de rénovation porte sur 80.000 m², dont 65.000 m² d'espaces de bureaux et 15.000 m² de places de stationnement, notamment. En 2013, le chiffre d'affaires (CA) a diminué de moitié, de 126,8 à 53,8 millions EUR, l'EBIT a plongé de 12,6 à 1,3 million EUR et le résultat net s'est inscrit à 1,5 million EUR au lieu de 11,7 millions EUR. Par action, le résultat a fondu de 2,84 à 0,36 EUR. Heureusement, ce ne fut que partie remise. La vente du projet *Belair* a entretemps été finalisée le 10 mars 2014 et a assuré un excellent exercice 2014, caractérisé par son meilleur résultat depuis 2007 : le CA s'est accru de 221 %, à 173,05 millions EUR. La hausse du bénéfice opérationnel (EBIT), de 7,99 à 27,65 millions EUR, est tout aussi spectaculaire. Quant au

bénéfice net, il s'est hissé de 1,47 à 20 millions EUR ou, par action, de 0,36 à 4,86 EUR. Après le dividende intérimaire de 1,6 EUR brut par action, versé en septembre, les actionnaires ont encore reçu début juin un dividende final de 0,80 EUR brut par action. Au total donc, 2,40 EUR brut pour 2014, contre 0 en 2013. Au 31 décembre, les fonds propres se sont accrus à 196,7 millions EUR ou 47,7 EUR par action. La dette financière nette, en revanche, s'élève à 192,7 millions EUR. *Immobel* n'avance généralement pas de prévisions chiffrées pour l'exercice suivant. ■

Conclusion

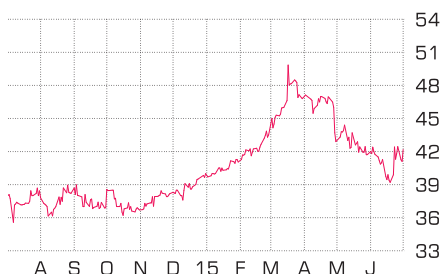
Nous attendons de connaître la suite du dossier impliquant Immobel et Allfin. Après un « grand cru » en 2014, il faut attendre les chiffres semestriels pour pouvoir estimer les possibilités de bénéfice et de dividende pour cette année. Le cours s'échange tout juste au-dessus de sa valeur comptable, ce qui est loin d'être excessif, y compris dans un contexte de faiblesse des taux.

Conseil: digne d'achat

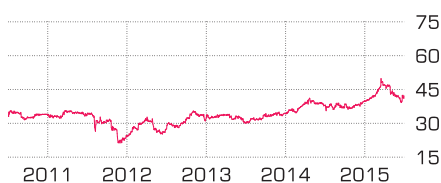
Risque: faible

Rating: 1A

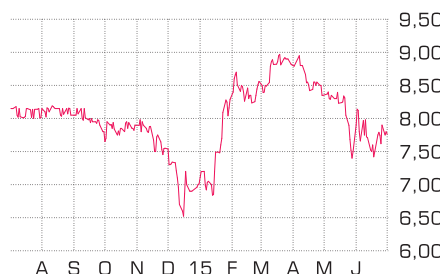
ATENOR GROUP



▀ **Cours:** 42,18 EUR
▀ **Ticker:** ATEB Bruxelles
▀ **Code ISIN:** BE0003837540



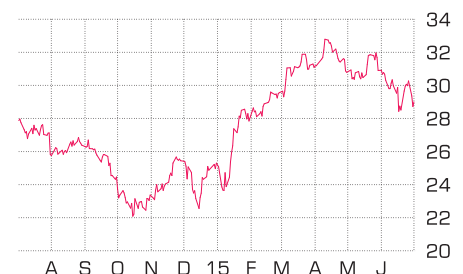
BANIMMO A



▀ **Cours:** 7,76 EUR
▀ **Ticker:** BANI Bruxelles
▀ **Code ISIN:** BE0003870871



CARREFOUR



▀ **Cours:** 29,00 EUR
▀ **Ticker:** CA Paris
▀ **Code ISIN:** FR0000120172



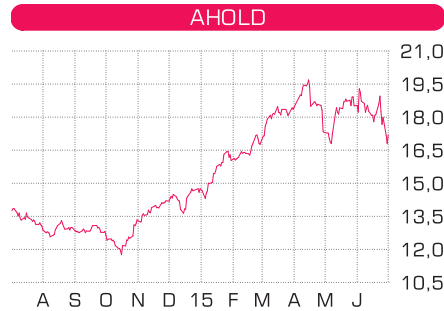
Actions européennes

DISTRIBUTION

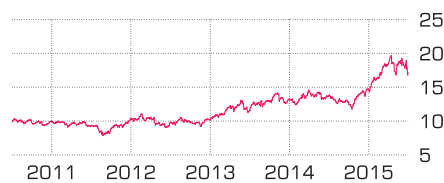
Ahold



Depuis l'accord trouvé sur l'acquisition de Delhaize par Ahold, la valeur d'une action Delhaize est liée à celle d'une action Ahold. Une fois la transaction finalisée, les Néerlandais paieront 4,75 actions Ahold par action Delhaize, ce qui attribue actuellement à chaque action Delhaize la valeur théorique de 4,75 fois 17 EUR (cours d'Ahold au 30 juin), soit 80,75 EUR. Il y a cependant une petite anguille sous roche... Avant que le deal soit bouclé, Ahold distribuera 1 milliard EUR à ses propres actionnaires sous la forme d'une réduction de capital. Cela correspond à 1,2 EUR par action Ahold. En principe, cette opération réduit l'offre sur Delhaize de 4,75 fois 1,2 EUR par action. Simultanément à la réduction de capital, Ahold procédera cependant à une division d'actions inversées qui entraînera une diminution du nombre d'actions en circulation et une augmentation du futur bénéfice par action. Cela doit neutraliser la réduction du capital et maintenir la valeur théorique d'une action à 80,75 EUR. Il n'en reste pas moins que 1 milliard EUR reflueront vers les actionnaires d'Ahold, qui recevront donc leur dessert avant les autres. De plus, on peut se demander si Ahold n'est pas un peu pingre. Ahold paie 17 fois le bénéfice sous-jacent et environ 6 fois les cash-flows opération-



♦ **Cours:** 17,19 EUR
 ♦ **Ticker:** AH Amsterdam
 ♦ **Code ISIN:** NL0010672325



nels (EBITDA) de Delhaize. A une telle valorisation, on serait bien en peine de trouver trace d'une prime d'acquisition, d'autant que le prix versé diminuerait encore en cas de recul de l'action Ahold (naturellement, l'inverse est aussi vrai). Mais n'oublions pas non plus qu'une action Delhaize coûtait moins de 30 EUR en 2012, et que Delhaize n'avait plus enregistré le bénéfice sous-jacent payé par Ahold depuis 2011. De nombreuses dépréciations et charges de restructuration ont en effet pesé sur les bénéfices enregistrés entretemps. Mais grâce à ces interventions, les deux groupes suivent à présent la même stratégie, axée sur la génération de cash-flows et une discipline stricte en matière d'investissements et d'acquisitions. La logique industrielle qui sous-tend le deal semble sensée. Ahold et Delhaize sont confrontés à une concurrence intense sur leur marché domestique et

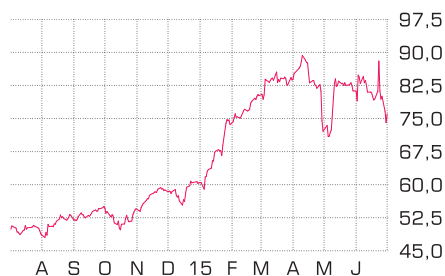
doivent mettre toutes voiles dehors pour protéger leurs marges et se différencier de la concurrence. Ce qui est plus aisé à réaliser dans un ensemble plus grand et plus efficace. A vitesse de croisière, la fusion doit donner lieu à 500 millions EUR de réduction de coûts. Ahold est à la recherche d'opportunités de croissance par le biais d'acquisitions depuis longtemps, et Delhaize est considéré comme la solution la plus intéressante. L'acquisition n'est pas trop coûteuse, et promet de contribuer immédiatement à une hausse des bénéfices. Delhaize éprouve d'importantes difficultés sur le marché belge en raison de sa structure de coûts, mais la combinaison *Albert Heijn/Delhaize* deviendra un concurrent redoutable en raison de sa puissance de négociation vis-à-vis des fournisseurs. Le centre de gravité du groupe se trouve naturellement aux Etats-Unis, où les deux partenaires n'ont pas droit à l'erreur avec une marge opérationnelle de 3,5% à 4%. ■

Conclusion

Delhaize s'échange environ 5% sous sa valeur intrinsèque désormais déterminée par le cours d'Ahold. La valorisation d'Ahold – un rapport cours/bénéfice de 16 et un rapport valeur d'entreprise (EV)/EBITDA de 7 – peut être considérée comme équitable. Les actionnaires de Delhaize peuvent donc conserver leurs actions pour les échanger ultérieurement contre des actions Ahold.

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

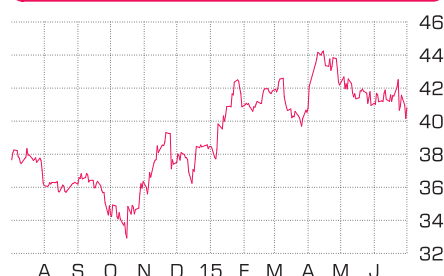
DELHAIZE GROUP



♦ **Cours:** 76,03 EUR
 ♦ **Ticker:** DELB Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003562700



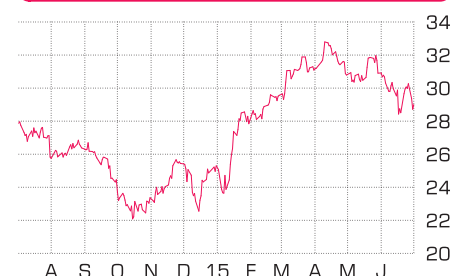
COLRUYT



♦ **Cours:** 40,82 EUR
 ♦ **Ticker:** COLR Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0974256852



CARREFOUR



♦ **Cours:** 29,00 EUR
 ♦ **Ticker:** CA Paris
 ♦ **Code ISIN:** FR000120172



Actions européennes

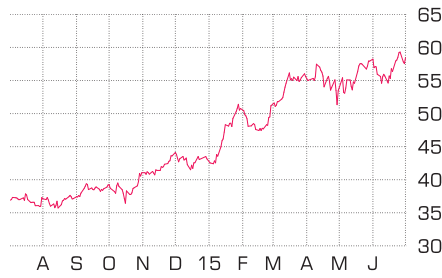
SOINS DE SANTÉ

Fresenius SE



Fresenius SE & Co KGaA est une excellente action d'une entreprise allemande, qui a largement surperformé l'indice DAX au cours des dix dernières années : elle a affiché un return annuel moyen de 19,8%, contre 9,2% pour le DAX. Les quatre activités du groupe commencent avec *Fresenius Medical Care* (ticker FME sur la Bourse de Francfort; code ISIN : DE0005785802), le leader de marché mondial absolu dans l'équipement et les centres de dialyse. La dialyse rénale est nécessaire pour maintenir en vie les patients souffrant de déficience rénale, dans l'attente ou non d'une transplantation. Le nombre de patients obligés de recourir à la dialyse progresse à un rythme de 5 à 6% par an dans le monde, et on en recense aujourd'hui 2,4 millions. Fresenius a réalisé 40,4 millions de dialyses l'an dernier. Au premier semestre, Fresenius Medical Care prenait à son compte 55% du chiffre d'affaires (CA) du groupe Fresenius SE et 54% du bénéfice opérationnel (EBIT). La deuxième filiale par ordre d'importance est *Fresenius Kabi* (22% du CA du groupe et 30% de l'EBIT du groupe). Fresenius Kabi est spécialisée dans le traitement et le soin des patients souffrant de maladies chroniques et graves par l'administration de médicaments génériques par intra-

FRESENIUS SE



Cours: 58,44 EUR
Ticker: FRE Xetra
Code ISIN: DE0005785604



veineuse, la réalisation de transfusions sanguines, des thérapies d'infusion et le matériel médical connexe. Cette activité aussi enregistre une forte croissance en raison du vieillissement de la population (occidentale), des nombreuses expirations de brevets (16 milliards USD d'ici à 2021) et du déploiement du portefeuille de produits sur les marchés de croissance en Asie. *Fresenius Helios* (22% du CA du groupe, 17% de l'EBIT du groupe) est le plus grand opérateur d'hôpitaux privés en Allemagne. Le réseau se composait de 111 hôpitaux à la fin de l'an dernier. Enfin, il y a *Fresenius Vamed* (1% du CA et 1% de l'EBIT du groupe), un prestataire de services (autrichien) actif dans la planification, la construction et l'exploitation de facilités hospitalières. Jusqu'à présent, Fresenius Vamed a contribué à l'achèvement de plus de 600 facilités hospitalières dans 70 pays.

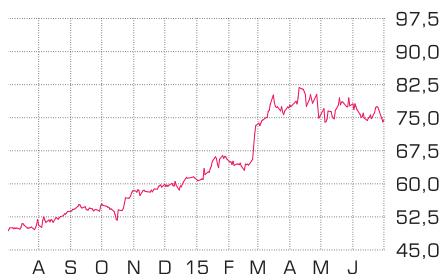
Au niveau du groupe, au premier semestre, le CA s'est accru de 13%, à 6,5 milliards EUR à cours de change constants. Grâce à la vigueur du dollar (USD), l'augmentation atteint même 24% (nettement plus que la croissance moyenne de 11% des 10 dernières années). L'EBIT s'est accru de 18%, à 851 millions EUR à cours de change constants (et de 32% en considérant l'effet USD). Le résultat net a progressé de 16%, à 292 millions EUR (+28% en considérant le même effet). La direction du groupe a déjà relevé les prévisions de bénéfice pour l'ensemble de l'année. Le résultat net n'augmentera pas dans la fourchette de 9 à 12%, mais de 13 à 16% à cours de change constants, pour une hausse du CA attendue de 7 à 10%. D'ici à 2017, le groupe compte réaliser un CA de quelque 30 milliards EUR, et un résultat net de 1,4 - 1,5 milliard EUR. L'assemblée annuelle de fin mai a approuvé un relèvement du dividende – pour la 22^e année consécutive – à 0,44 EUR par action (+5%). ■

Conclusion

Depuis le début de l'année, l'action se distingue à nouveau positivement (hausse de près de 40%) en raison du retour à la croissance du CA et du bénéfice. Sa valorisation a en conséquence augmenté, pour dépasser sa moyenne historique, à 24 fois le bénéfice attendu pour 2015 et un EV/EBITDA de 11. D'où notre abaissement de conseil pour cette excellente entreprise.

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

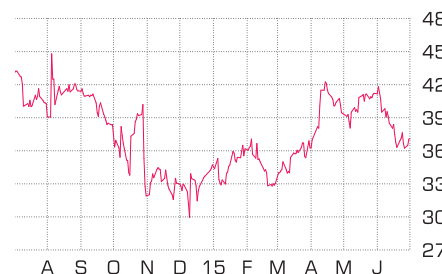
FRESENIUS MEDICAL CARE



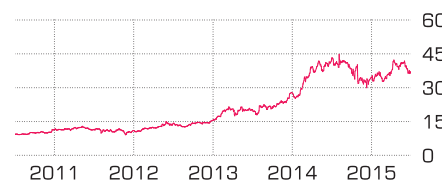
Cours: 74,50 EUR
Ticker: FME Francfort
Code ISIN: DE0005785802



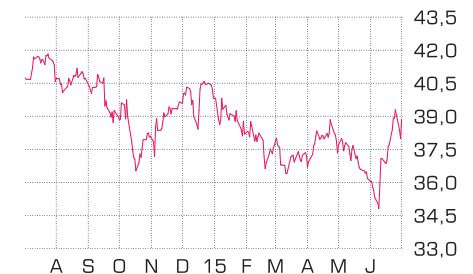
FAGRON



Cours: 37,10 EUR
Ticker: FAGR Bruxelles
Code ISIN: BE0003874915



BAXTER INTERNATIONAL



Cours: 38,86 USD
Ticker: BAX NYSE
Code ISIN: US0718131099



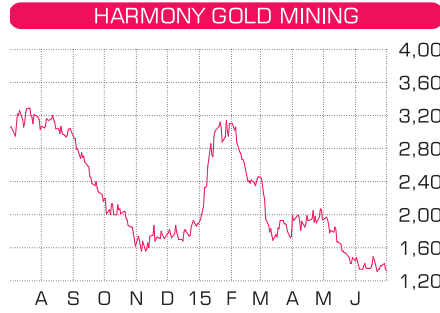
Actions hors Europe

MATIÈRES PREMIÈRES

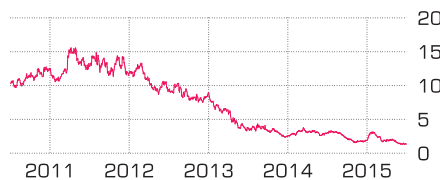
Harmony Gold



L'action d'Harmony Gold, qui reste le troisième plus grand producteur d'or d'Afrique du Sud, est retombée à un nouveau plancher historique. Les problèmes du groupe sont nombreux. Certains d'entre eux sont structurels (coûts de production élevée en Afrique du Sud), alors que d'autres (baisse des revenus) sont imputables aux conditions de marché. Harmony n'a enregistré que des pertes trimestrielles depuis le début de l'exercice 2014/2015. Au cours de la période de trois mois qui s'est terminée en mars, la perte s'est établie à 262 millions de rands sud-africains (ZAR), soit 22 millions USD, contre encore 496 millions ZAR ou 47 millions USD au cours du trimestre qui s'est achevé en décembre. Les cash-flows libres étaient négatifs à hauteur de 293 millions ZAR. C'est l'illustration de la principale faiblesse du groupe : Harmony a enregistré des cash-flows négatifs au cours de huit des dix derniers exercices. La baisse du cours de l'or en dollar (USD) a cependant été compensée par une dépréciation encore plus marquée du ZAR par rapport à la monnaie américaine, qui a résulté en une hausse du prix de l'or en ZAR de 6%. Mais celle-ci était nettement insuffisante pour sauver les meubles. Les problèmes se situent du côté des coûts, où Harmony est



► **Cours:** 1,32 USD
 ► **Ticker:** HMY NYSE
 ► **Code ISIN:** US4132163001



confrontée, pour ses actifs sud-africains (90% de la production totale), à des charges salariales élevées, à des tarifs d'électricité prohibitifs et des mines qui, au cours actuel de l'or, sont de moins en moins rentables sans lourds investissements supplémentaires. La plus grande mine du groupe, *Kusasalethu*, a été restructurée l'an dernier au prix de 1300 emplois. Les coûts de production ont baissé de 22% sur base trimestrielle et Harmony vise une production de 170.000 à 180.000 onces à un coût de production total moyen de 1050 USD l'once troy pour l'exercice prochain. Au 3^e trimestre de l'exercice en cours, Harmony a vu sa production baisser de 10% à 245.693 onces d'or, pour un coût de production total de 1258 USD, supérieur au prix moyen de l'or durant cette période (1220 USD). La main-d'œuvre représente la moitié du coût de production total, suivie par

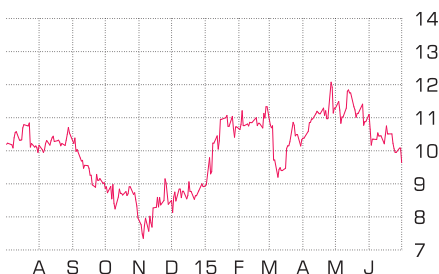
l'électricité (17%). Le prix de l'électricité a d'ailleurs déjà augmenté de 12% cette année. De nouvelles négociations salariales sont prévues ce mois-ci et le mois prochain. Elles promettent à nouveau d'être difficiles avec des syndicats qui exigent des hausses de salaire. Harmony doit de plus restructurer d'urgence la mine de *Doornkop*, qui est déficitaire depuis deux ans. Des emplois sont également en péril à *Masimong* et *Hidden Valley* (Papouasie-Nouvelle-Guinée; PNG). Le projet de cuivre et d'or de *Golpu* en PNG, une joint-venture avec le groupe australien *Newcrest*, devrait être un motif d'espoir. Mais le montant nécessaire pour développer la mine (800 millions USD) correspond à plus d'un tiers de la capitalisation boursière totale d'Harmony. Le financement promet donc d'être un exercice difficile. Harmony affichait à la fin du 3^e trimestre une position nette d'endettement de plus de 2 milliards ZAR, soit près de 200 millions USD. ■

Conclusion

Harmony et ses actionnaires traversent une période difficile, et les restructurations et autres négociations salariales à venir constituent un nouveau défi à court terme. La valorisation n'a jamais été aussi faible à la fois en termes nationaux nominaux et réels (0,25 fois la valeur comptable). Seule une hausse du cours de l'ordre pourrait permettre à Harmony de repartir de l'avant. Action à haut risque !

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

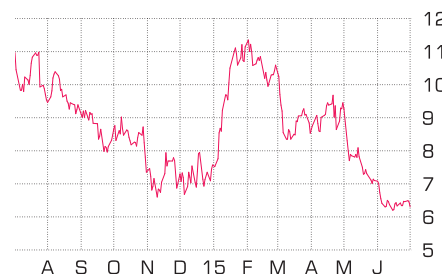
NEWCREST MINING LTD



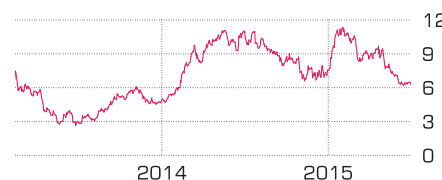
► **Cours:** 9,64 USD
 ► **Ticker:** NCMGY NASDAQ OTC
 ► **Code ISIN:** US6511911082



SIBANYE GOLD



► **Cours:** 6,30 USD
 ► **Ticker:** SBGL NYSE
 ► **Code ISIN:** US8257242060



ANGLOGOLD ASHANTI



► **Cours:** 8,45 USD
 ► **Ticker:** AU NYSE
 ► **Code ISIN:** US0351282068



Check-list Monde

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

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

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

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

cours plus haut et plus bas des 12 derniers mois

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

rendement sur la base du dernier bénéfice distribué

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

* nouveau conseil

	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	80,71	USD	NASD	84,36	58,51	39,2	25,1	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	27,65	USD	NYSE	42,41	21,65	40,7	27,6	1,1	1C	Digne d'achat
Alcoa	11,07	USD	NYSE	17,75	10,94	11,3	9,9	1,0	2B	Conserver/attendre
Anfield Nickel	0,85	CAD	TOR	1,10	0,71	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	125,99	USD	NASD	134,54	92,57	14,0	13,1	1,6	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	48,64	USD	NYSE	53,91	41,63	14,7	13,5	2,2	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,21	AUD	ASE	1,69	1,21	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	10,45	USD	NYSE	19,49	10,04	17,1	11,0	1,8	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	137,52	USD	NYSE	155,36	122,72	17,7	16,6	0,0	2A	Conserver
Blackberry	10,21	CAD	TOR	15,10	9,50	-39,3	-56,7	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	140,73	USD	NYSE	158,83	116,32	16,5	15,2	2,5	3B	Vendre
Cameco	14,24	USD	NYSE	21,67	13,62	12,9	11,1	2,2	1C	Digne d'achat
Caterpillar	78,27	EUR	PAR	84,45	70,74	15,7	16,4	3,3	2B	Conserver/attendre
CF Industries	65,10	USD	NYSE	65,75	47,71	14,6	12,6	1,9	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	27,07	USD	NASD	30,31	22,49	12,4	11,8	2,9	2B	Conserver
Coca Cola	39,50	USD	NYSE	45,00	39,06	19,8	18,5	3,2	2A	Conserver/attendre
Coeur Mining	5,35	USD	NYSE	9,32	3,37	-6,3	-8,8	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	6,08	USD	NYSE	14,79	5,94	9,8	6,5	1,9	1B	Digne d'achat
Cresud	12,73	USD	NASD	15,17	9,07	-13,3	-26,0	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	96,19	USD	NYSE	98,23	78,88	16,9	18,2	2,6	2A	Conserver/attendre
Disney (Walt)	115,13	USD	NYSE	115,28	78,54	22,8	20,2	1,1	3B	Vendre
Dupont De Nemours	55,30	EUR	PAR	76,00	46,57	13,9	12,3	3,0	2B	Conserver
Ebay Inc	59,82	USD	NASD	63,30	46,34	19,2	17,5	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	84,85	USD	NYSE	87,24	60,14	26,9	24,0	2,4	2A	Conserver/attendre
Encana	10,78	USD	NYSE	23,61	10,53	-179,7	24,0	2,4	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	82,37	USD	NYSE	104,76	82,11	19,2	15,3	3,5	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	86,49	USD	NASD	89,40	62,21	43,0	32,6	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	169,81	USD	NYSE	185,19	145,08	15,6	13,6	0,6	3B	Vendre
First Quantum Minerals	16,33	CAD	TOR	27,29	9,89	26,3	10,1	0,6	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	45,65	USD	NASD	73,78	39,18	20,7	13,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	14,99	USD	NYSE	18,12	13,26	9,4	7,9	3,9	3B	Vendre
Franco-Nevada	59,57	CAD	TOR	74,10	50,94	72,6	62,1	1,7	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	18,40	USD	NYSE	39,32	16,43	27,5	8,5	1,0	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,28	CAD	TOR	1,15	0,25	-27,5	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	26,66	USD	NYSE	28,68	23,41	19,9	16,7	3,4	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	33,04	USD	NYSE	38,99	28,82	7,4	6,4	4,2	3B	Vendre
Gold Fields	3,00	USD	NYSE	6,01	3,00	21,4	11,5	0,9	1C	Digne d'achat
Google	518,23	USD	NASD	599,65	487,56	18,4	16,0	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	30,52	USD	NYSE	41,10	29,52	8,4	8,0	2,1	3B	Vendre
Imgold	2,50	CAD	TOR	4,55	1,62	-11,4	-16,7	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	164,49	USD	NYSE	196,40	149,52	10,4	10,0	3,1	1B	Digne d'achat
ICBC	15,66	USD	OTC	18,10	12,05	6,2	5,9	4,2	2B	Conserver/attendre
Intel	30,01	USD	NASD	37,90	29,31	14,0	12,5	3,0	3B	Vendre
Itau Unibanco Holding	10,88	USD	NYSE	18,49	10,12	8,2	7,6	2,5	1B	*Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	2,22	USD	NYSE	4,47	2,00	74,0	27,8	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,10	CAD	TOR	0,23	0,09	-10,5	-10,5	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	17,28	USD	ARCX	27,78	16,45	-	-	0,6	1B	Digne d'achat
MasterCard	94,50	USD	NYSE	96,31	69,64	27,5	23,0	0,7	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	95,76	USD	NYSE	101,32	87,62	20,3	18,4	3,5	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	51,08	EUR	PAR	56,34	39,00	14,8	13,4	3,1	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	44,10	USD	NASD	50,05	40,12	18,2	15,5	2,7	3A	Vendre
Monsanto Company	107,66	USD	NYSE	127,48	103,14	18,6	16,4	1,8	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	46,73	USD	NYSE	53,83	40,32	14,1	12,9	2,4	2B	Conserver/attendre
Motorola Solutions Inc	57,60	USD	NYSE	70,26	56,83	17,7	14,8	2,3	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	23,13	USD	NYSE	27,90	17,60	17,5	18,1	0,4	1B	Digne d'achat
Nike	109,43	USD	NYSE	110,34	75,90	30,8	27,6	1,1	2B	Conserver
Novo Nordisk	55,44	USD	NYSE	58,21	41,72	29,0	23,9	0,9	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	1,78	USD	NYSE	16,71	1,43	-1,0	-2,0	0,4	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	94,52	USD	NYSE	100,76	87,46	20,9	19,3	3,0	2A	Conserver/attendre
Petrobras	8,65	USD	NYSE	20,94	4,90	8,9	7,7	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	33,69	USD	NYSE	35,53	27,51	16,4	14,7	3,3	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	31,17	USD	NYSE	38,14	30,13	13,4	11,9	4,6	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	79,72	USD	NYSE	93,89	77,10	20,1	19,1	3,3	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	55,84	USD	ARCX	68,68	54,29	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	21,17	USD	ARCX	24,86	20,67	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	62,01	USD	NASD	81,97	62,01	12,9	12,1	2,9	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	3,69	CAD	TOR	8,19	2,80	369,0	92,2	0,0	1C	Digne d'achat
Schlumberger	84,30	USD	NYSE	118,25	75,60	24,1	22,0	2,3	2A	Conserver/attendre



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Silver Standard Resources Inc	7,85	CAD	TOR	11,05	4,47	46,2	52,3	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	16,95	USD	NYSE	27,66	16,57	20,9	16,5	1,1	1B	Digne d'achat
Sociedad Quimica y Minera	15,73	USD	NYSE	30,45	15,02	12,2	10,3	6,9	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	111,98	USD	ARCX	129,21	109,67	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	267,85	USD	NASD	291,42	181,40	6.696,3	78,8	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,85	USD	NYSE	3,09	0,79	-10,6	7,1	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	15,59	USD	NYSE	45,04	13,28	7,0	-55,7	3,8	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	9,84	USD	NYSE	12,86	8,93	-	-	2,1	1C	Digne d'achat
Twitter	35,40	USD	NYSE	55,99	33,51	107,3	54,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,23	CAD	TOR	5,76	4,74	12,5	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	5,76	USD	NYSE	14,93	5,45	-22,2	18,0	2,9	1B	Digne d'achat
Vasco Data	29,64	USD	NASD	35,00	10,60	28,2	24,5	0,0	2B	Conserver/attendre
Vertex Pharmaceuticals	124,10	USD	NASD	137,50	84,41	-69,3	33,0	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	71,88	USD	NYSE	90,97	70,36	15,0	14,3	2,7	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	24,25	USD	OTC	26,85	22,79	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	39,15	USD	NASD	52,62	32,93	49,6	47,2	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	1,19	USD	NYSE	4,03	0,72	-1,6	-9,2	0,0	3C	Vendre
Yum! Brands	91,69	USD	NYSE	95,90	65,81	26,3	22,6	1,8	2A	Conserver/attendre

Flash

SIPEF

Plancher solide

Nous avons intégré le producteur d'huile de palme Sipef, une action restée en retrait dont nous attendons un come-back cette année, dans notre Top 5 pour le 2^e semestre. La sous-performance de l'action s'explique par l'évolution baissière du cours de l'huile de palme depuis son pic aux alentours de 1300 USD la tonne début 2011. Ce recul s'est accéléré l'an dernier à la suite de l'effondrement du cours du pétrole, qui a été néfaste pour la demande d'huile de palme dans le secteur du biodiesel. L'huile de palme représente un tiers du marché du biodiesel, qui se répartit en une partie mandatée et une partie volontaire. Cette dernière a complètement disparu l'an dernier : l'ajout d'huile de palme dans le diesel n'était plus attractif financièrement en raison de la baisse du prix du pétrole. En outre, l'année dernière a été marquée par des récoltes record, pour l'huile de palme proprement dite, mais aussi du côté du soja, du colza et du tournesol, ses principaux substituts pour la production d'huiles végétales. Conséquence : un écart de prix trop limité par rapport au soja – entre 50 et 100 USD la tonne ces dernières semaines, même s'il s'est récemment creusé à 130 USD la tonne – qui a freiné la demande d'huile de palme en provenance de l'industrie alimentaire. Le cours de l'huile de palme fluctue entre 600 et 650 USD la tonne depuis début 2016. Nous pensons que ce niveau intègre tous les éléments négatifs, et nous voyons dès lors en

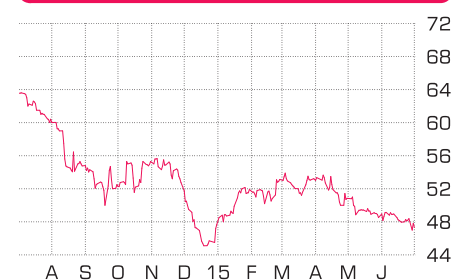
Sipef un candidat à un come-back. A plus long terme, on peut y ajouter la croissance structurelle de la consommation induite par l'évolution démographique attendue surtout en Asie et en Afrique, associée à une hausse du niveau de vie qui va entraîner une évolution des habitudes alimentaires. L'atmosphère négative en Europe concernant l'huile de palme est de moins en moins pertinente, puisque le Vieux Continent ne représente plus que 12% de la demande mondiale, contre encore 15% il y a quelques années. A plus court terme, on sera attentif au phénomène climatique *El Nino*, qui a entraîné par le passé une baisse moyenne de 5% de la production d'huile de palme (sécheresse et temps froid en Asie), largement compensée par la hausse de 10% des cours de l'huile de palme. En outre, des modifications dans les mandats relatifs au biodiesel sont en préparation en Allemagne et aux Etats-Unis, et elles pourraient relancer la demande d'huile de palme de ce côté. Entretemps, Sipef continue à affecter ses cash-flows libres à l'extension de sa surface cultivée. Fin 2014, la superficie plantée s'élevait à 55.693 hectares (ha), dont 10.711 ha de plantations matures. Cette année, 2000 ha viendront s'y ajouter, et la superficie du groupe doit atteindre 75.000 ha d'ici à 2022, grâce à la poursuite de la croissance dans la province indonésienne de Sumatra du Sud (Musi Rawas; maximum 25.000 ha, 1900 ha plantés fin mai), et 3000 ha de plantations en Papouasie-Nouvelle-Guinée (PNG). Sipef mise également sur l'huile de palme durable et entièrement traçable (désormais 90% de la production), pour laquelle le groupe reçoit une prime. L'entreprise continue à croire dans l'avenir du caoutchouc, mais a décidé de vendre les plantations plus

anciennes en PNG (Galley Reach). Les activités dans les bananes en Côte d'Ivoire, en revanche, seront étendues de 520 ha à 950 ha au cours des années à venir. Elles apportent une contribution stable aux résultats. Après cinq mois, Sipef a vendu 51% de la production attendue à 750 USD la tonne, contre 68% à 987 USD la tonne en 2014. Comme Sipef maintient un payout-ratio de 30%, on peut s'attendre à un dividende brut en forte baisse (-30% à -40%) pour 2016 (1,25 EUR en 2015). ■

Conclusion

Nous intégrons Sipef en Sélection sur la base d'une valorisation attrayante – à 0,85 fois la valeur comptable, et à peine 11.000 USD par hectare de plantation mature –, des perspectives positives à plus long terme et un possible effet El Nino au 2^e semestre. A proximité du plancher sur 5 ans, le risque de baisse est limité.

SIPEF



Cours: 47,32 EUR

Ticker: SIP Bruxelles

Code ISIN: BE0003898187



Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

Le point après 6 mois (I)

Le premier semestre se termine et le moment semble indiqué pour revenir, en deux temps, sur quelques-uns des scénarios abordés dans cette rubrique ces derniers mois.

Agriculture

Début mars, nous nous étions penchés sur l'agriculture et les actions liées à ce secteur. Le Bloomberg Commodity Index, qui reflète l'évolution des cours de 22 matières premières, était retombé un peu plus tôt à son plus bas niveau en 12 ans. Un plancher qui contrastait avec les records atteints sur les marchés d'actions. Au sein de cet indice, plusieurs matières premières agricoles étaient en chute libre. Ainsi les céréales s'échangeaient-elles à des planchers sur plusieurs années, alors que les cours du café, du sucre et du coton, notamment, avaient beaucoup baissé. Pour profiter d'un rebond, nous avons proposé le **PowerShares DB Agriculture ETF (DBA)**. Ce tracker représente un investissement diversifié dans plusieurs matières agricoles simultanément, ce qui réduit les frais de transaction. Quatre mois plus tard, le DBA est en hausse. Les céréales, qui représentent environ 40% de l'indice, ont nettement enchéri au début de cette semaine après qu'un nouveau rapport du ministère américain de l'Agriculture (USDA) a fait état de prévisions en matière de superficie dédiée à la culture de céréales nettement plus faibles qu'il y a trois mois. Les stocks sont également inférieurs aux attentes. Le Bloomberg Agriculture Index a gagné 13% en juin, la plus forte hausse mensuelle depuis juillet 2012. Le maïs, le soja et le blé ont ainsi repris en un mois le terrain perdu au 1^{er} semestre. Nous avons également présenté 3 trackers pour les investisseurs qui préfèrent les actions liées aux matières premières à un investissement direct dans les contrats à terme. Le Market Vectors Agribusiness ETF (ticker MOO), le Powershares Global Agriculture Portfolio (PAGG) et l'iShares MSCI Global Agriculture Producers ETF (VEGI) ont gagné quelques pour cent en mars. De plus, l'appréciation de l'USD accroît encore le rendement réel en euro (EUR).

Cuivre

Dans notre numéro 12B, nous vous présentions plusieurs trackers et produits à effet de levier sur le cuivre permettant d'anticiper les mesures prises par les autorités monétaires chinoises pour relancer la croissance. Au début de cette année, le prix du cuivre était retombé à son plus bas niveau depuis 2009. Le cuivre a effectivement opéré un rétablissement intéressant, avec une ascension de 15% entre la mi-mars et début mai. Mais ce rebond fragile a été étouffé dans l'œuf par la hausse de l'USD et le prix du cuivre est ensuite retombé à son niveau de février. Entretemps, l'économie chinoise est entrée dans une phase de stabilisation. Les indicateurs macroéconomiques décevants des premiers mois de 2015 ont incité de nombreux économistes à douter ouvertement de la capacité du pays à réaliser les objectifs de croissance officiels pour cette année (augmentation du PIB de 7%). Ces craintes se sont quelque peu dissipées après le rebond de l'indice PMI, qui mesure l'activité de l'industrie manufacturière. En outre, la production industrielle était en hausse en mai pour le deuxième mois d'affilée. La Banque centrale chinoise met en tout cas tout en œuvre pour soutenir l'économie. Elle a abaissé de 25 points de base le principal taux de refinancement et le taux sur les dépôts le week-end dernier. Les exigences de réserves des banques commerciales ont également été réduites, ce qui leur permet de détenir moins de capitaux auprès de la banque centrale et donc de prêter plus facilement. Les importations chinoises de cuivre raffiné ont baissé de 11% au cours des 4 premiers mois de cette année. Les importations de cuivre concentré continuent cependant d'augmenter et la production locale de cuivre raffiné a progressé de 12% à 2,4 millions de tonnes. Cette évolution s'explique par les marges élevées réalisées sur la fonderie et le raffinage, qui font de la transformation du cuivre concentré en cuivre raffiné une activité très lucrative. La récente baisse des réserves dans les entrepôts enregistrés du London Metal Exchange (LME) et au Shanghai Futures

Exchange (SHFE) peut également être interprétée comme un signal positif.

EUR/USD

Début avril, nous argumentions que l'appréciation de l'USD était excessive. A ce moment, le rapport EUR/USD s'établissait à 1,0743. L'indice dollar, qui compare la valeur de la monnaie américaine aux six devises des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, a atteint au 1^{er} trimestre son plus haut niveau depuis 2013. L'EUR aussi a poursuivi sa glissade par rapport à l'USD. En cause : les faibles performances économiques dans la zone euro, les incertitudes persistantes autour de la Grèce et la perspective d'un relèvement des taux aux États-Unis. L'EUR/USD a certes rebondi à près de 1,15 en mai, mais depuis l'escalade de la crise grecque de ces dernières semaines, la monnaie unique européenne a dû abandonner une partie du terrain gagné. Pour le turbo présentant le plus faible risque (NL0011047030), le gain s'établit à un peu plus de 20%. Pour les trackers présentant un risque moyen (NL0010930947) et élevé (NL0011046842), le rendement atteint respectivement 30 à 40%. Ces chiffres étaient encore plus élevés il y a quelques semaines, de sorte que la plupart des investisseurs qui ont suivi ce scénario ont sans doute déjà procédé à des prises de bénéfice. Pour ceux qui ne l'ont pas fait, les arguments de début avril en faveur d'une hausse de la parité EUR/USD sont toujours valables. A court terme, la volatilité va cependant rester très élevée. L'évolution de la question grecque reste déterminante et les marchés balancent entre espoir et inquiétude. Ce que nous écrivons un jour sur la question et son impact possible peut être dépassé dès le lendemain. Nous nous attendons à ce que la parité EUR/USD subisse encore de violents soubresauts à court terme. Nous recommandons par conséquent à ceux qui n'ont pas encore pris de position de prendre une marge de sécurité supplémentaire et de ne pas dépasser une barrière désactivante de 1,04. ■

Marché en graphiques

AEDIFICA



Cours: 50,16 EUR
Ticker: AED Bruxelles
Code ISIN: BE0003851681

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

Le groupe immobilier belge spécialisé dans l'immobilier résidentiel et les logements pour seniors a procédé à une augmentation de capital à succès, dans le cadre de laquelle 3.121.318 nouvelles actions ont été émises, qui seront assorties à un dividende à partir de l'exercice 2015/2016. Par 7 actions existantes, les actionnaires ont pu souscrire à deux nouveaux titres au prix unitaire de 49 EUR. L'augmentation de capital doit servir à poursuivre la stratégie de croissance d'Aedifica. L'annonce de l'augmentation de capital a donné lieu à une sensible correction de cours, où le premier soutien horizontal autour de 50 EUR a été atteint. Entre 48 et 50 EUR se trouve une zone de soutien importante. Vers le haut, une résistance s'annonce entre 55 et 58 EUR.

MATERIALISE NV



Cours: 9,10 USD
Ticker: MTLN NASDAQ
Code ISIN: US57667T1007

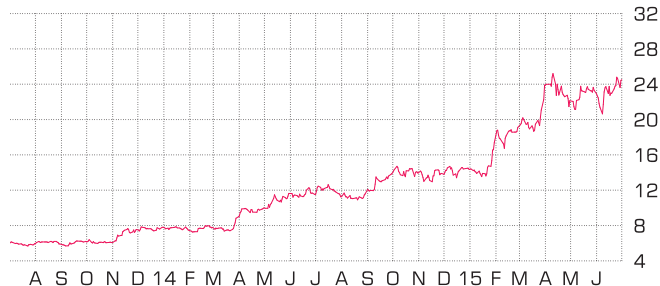
Conseil: conserver/attendre
Risque: élevé
Rating: 2C

Ce spécialiste belge de l'impression en 3D rencontre un franc succès en Chine. Une collaboration a été annoncée avec Golden Laser. Un partenariat a également été bouclé avec l'hôpital chinois de Fuwai, spécialisé dans les maladies cardiaques. C'est en juin 2014 que Materialise a fait ses premiers pas en Bourse du Nasdaq au prix de 12 USD. Après une hausse initiale, le cours s'est replié, mais en avril 2015, il a formé un plancher à 7 USD. A 10 USD se trouve la première résistance.

Pour tout conseil en placement

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

IBA

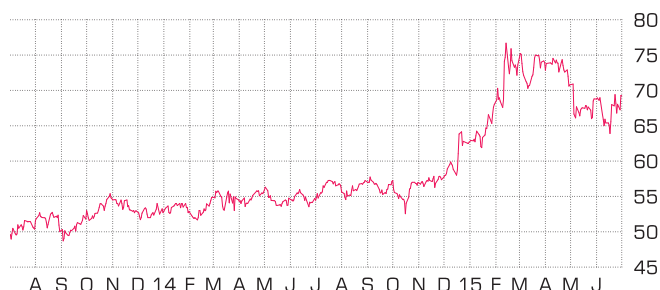


Cours: 24,51 EUR
Ticker: IBAB Bruxelles
Code ISIN: BE0003766806

Conseil: conserver/attendre
Risque: élevé
Rating: 2C

Le spécialiste des équipements de diagnostic et de traitement du cancer a décroché un contrat portant sur le placement de trois centres de protonthérapie au Royaume-Uni. IBA livrera Proteus ONE et tous les équipements associés. Les contrats prévoient l'entretien des machines pendant 10 ans. L'investissement total dépasse 100 millions EUR. Le graphique d'IBA est excellent et la tendance technique reste haussière jusqu'à nouvel ordre. A 20 EUR se trouve un soutien important, et tant que le cours est supérieur à ce niveau, le potentiel de hausse est intact. Une percée du sommet à 24,80 EUR serait synonyme de signal d'achat.

WAREHOUSES DE PAUW



Cours: 69,24 EUR
Ticker: WDP Bruxelles
Code ISIN: BE0003763779

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

La société immobilière spécialisée dans l'immobilier logistique (espaces de stockage et bureaux) a vendu pour 92 millions EUR d'obligations au travers d'un placement privé. Ces obligations, d'une échéance de 7 ans, sont associées à un rendement brut de 2,60 % et ont été placées auprès d'investisseurs institutionnels. Auparavant, WDP a annoncé avoir acquis sept sites aux Pays-Bas et un en Belgique, pour un montant total de 115 millions EUR. D'ici à fin 2016, WDP ambitionne d'avoir un portefeuille immobilier de 2 milliards EUR. La hausse des taux s'est traduite par un repli du cours de WDP après le sommet à plus de 76 EUR qui remonte à février 2015. A 63 EUR se trouve le premier soutien.

Combinaisons à la hausse sur GDX

Pour nous, l'or demeure une prime d'assurance sur le patrimoine, même si le métal jaune ne s'est absolument pas bien comporté ces dernières années. Les mines d'or ont, elles, enregistré une performance encore plus médiocre et ont atteint ou approchent de leur plus faible niveau des cinq dernières années. C'est aussi le cas du tracker **Market Vectors Goldminers (17,75 USD; ticker GDX)**, dont l'objectif est de suivre le plus fidèlement possible l'indice *NYSE Arca Goldminers*. Parmi les principales participations figurent *Goldcorp, Barrick Gold, Newmont Mining, Newcrest Mining* et *Agnico-Eagle Mines*. Des options sont aussi disponibles sur ce tracker, et si le prix de l'or se redresse après une longue sortie de plancher, cela peut aller relativement vite. Il suffirait évidemment aussi qu'un vent de panique souffle en Bourse pour que les bénéfices gonflent sous l'effet de levier. Nous avons imaginé plusieurs combinaisons à la hausse avec les séries d'options qui expirent en janvier 2016.

Spread haussier

Achat call jan '1614 @ 4,15 USD

Emission call jan '1620 @ 0,90 USD

Par l'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 14, qui est largement in-the-money, votre investissement totalisera 415 USD. Vous récupérez quelque 20% de ce montant par l'émission simultanée du call 20 ayant la même échéance. Votre mise s'élève donc à 325 USD (415 - 90) et c'est aussi votre perte maximale, si Market Vectors Goldminers est inférieur à 14 USD à l'échéance, ce qui est très improbable. Votre break-even (ni gain ni perte) se situe à 17,25 USD, soit 3% plus bas que la valeur actuelle. Dans le meilleur des cas, le cours de GDX se hisse au moins à 20 USD. Dans ce cas, vous enregistrerez la plus-value maximale de 275 USD, soit 85% de plus que votre mise. Le cours du tracker doit cependant s'améliorer de 13% pour l'atteindre.

Emission put

Emission put jan '1617 @ 1,35 USD

Il semble improbable que le cours de ce tracker sur l'or baisse encore, mais en Bourse tout est possible. La prime de 135 USD que vous percevez pour l'émission (vente) du put janvier 2016 au prix d'exercice de 17 ramène votre risque à 15,65 USD. Vous dis-

posez donc d'une marge à la baisse de 12% par rapport au cours actuel. Ce n'est que si le cours baisse encore que vous êtes en perte. Si le cours est supérieur à 17 USD à l'échéance de cette option (3^e vendredi de janvier 2016), l'intégralité de la prime est à vous.

Turbo

Achat call jan '1618 @ 1,60 USD

Emission put jan '1618 @ 1,85 USD

Ce turbo est celui dont l'effet de levier est le plus important, alors que le risque n'est pas plus grand qu'avec l'achat direct du tracker. Pour l'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 18, vous payez une prime de 160 USD mais vous récupérez 185 USD par l'émission simultanée du put janvier 2016 ayant la même échéance. Initialement, vous tirez 25 USD (185 - 160) de ce turbo. Si le cours est supérieur à 18 USD à l'échéance, vous empochez un bénéfice, et l'avantage est que celui-ci n'est pas plafonné. Si le cours est inférieur à 17,75 USD, vous êtes en déficit, mais soyez rassuré : votre perte n'est pas plus lourde que si vous possédiez vous-même les actions. ■

Questions des lecteurs

Ces derniers temps, il a fait beaucoup plus calme autour d'Ablynx qu'autour de nombreuses autres entreprises biotech belges. Quelles annonces pouvons-nous attendre au cours des 12 à 18 prochains mois ?

Cette semaine, on a en tout cas appris – avec surprise d'ailleurs – qu'Ablynx avait signé un contrat de licence avec le groupe japonais *Taisho Pharmaceutical* pour le développement et la commercialisation de *l'ozoralizumab* au Japon. Après un deal comparable en 2013 avec *Eddingpharm* pour la Grande Chine, c'est le deuxième contrat portant sur le nanocorps anti-TNF alpha avec lequel Ablynx a déjà passé avec succès une première étude de phase II (*proof-*

of-concept) pour des patients souffrant de rhumatismes en 2011. Ablynx recevra un paiement d'étape de près de 3 millions USD, auxquels pourront s'ajouter d'autres paiements d'étape au fil du développement du produit et des royalties sur les ventes nettes au

L'ACTION ABLYNX S'EST TOTALEMENT RÉTABLIE CES DERNIERS MOIS

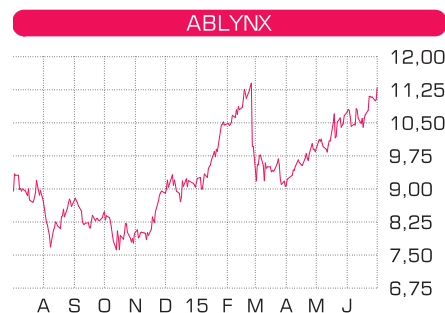
Japon. Il est important de savoir qu'une étude de phase II a déjà été effectuée au Japon, et que le développement pourrait donc être plus rapide qu'en Chine où le produit fait actuellement l'objet de tests précliniques. De toute manière, une éventuelle commercialisation n'interviendra pas avant 2022.

Deux études de phase IIb ont été lancées sur l'ALX-0061 contre les rhumatismes plus tôt dans l'année. Les résultats seront communiqués au 2^e semestre 2016 et AbbVie, partenaire dans ce projet, décidera de prendre l'ALX-0061 en licence ou non en fonction. Cet été commencera une troisième étude de phase II avec l'ALX-0061 contre le lupus (résultats et décision de prise en licence en 2018). Ablynx veut terminer d'ici à fin 2015 le recrutement pour l'étude de phase IIa avec l'ALX-0171 – le nanocorps par inhalation destiné à combattre les infections pulmonaires causées par le VRS chez les jeunes enfants –, une étude sur 35 patients. Les résultats suivront au printemps 2016 et s'ils sont positifs, Ablynx lancera une plus grande étude de phase IIb au 2^e semestre. Après l'été com-

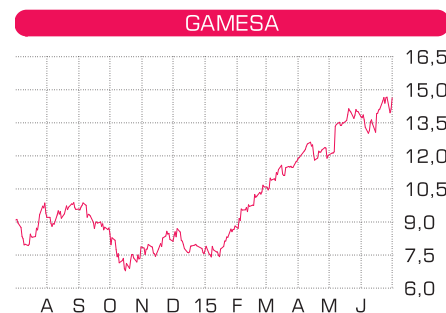
mencera une étude de phase III sur le produit le plus avancé : le *caplacizumab*, un médicament traitant la PPT, une maladie du sang potentiellement mortelle, dont les résultats sont attendus fin 2017. Sur la base des excellents résultats des études de phases II, Ablynx va introduire une demande d'approbation provisoire pour l'Europe au 1^{er} semestre 2017. Parallèlement, l'entreprise étudie la stratégie commerciale la plus indiquée pour le *caplacizumab*. Côté partenariats, on attend cette année les résultats de l'étude de phase Ib de *Merck-Serono* avec l'ALX-0761 contre le psoriasis et éventuellement le démarrage de nouvelles études cliniques. L'action Ablynx s'est bien rétablie ces derniers mois pour atteindre son plus haut historique (11,48 EUR), sous l'impulsion du fonds d'investissement britannique *Taube Hodson Stonex Partners* qui détient pour l'heure 5,14% du capital (moins de 3% début mai). Vu le pipeline étendu, la position financière solide et les annonces attendues, nous n'excluons pas de nouveaux cours record, surtout l'an prochain. **Digne d'achat**, mais continuez à tenir compte du risque supérieur à la moyenne propre au secteur biotech. (1C).

L'action Gamesa reste très performante. Les positions sont-elles à conserver ?

L'action **Gamesa** est en hausse constante pour deux raisons. Toute d'abord, l'entreprise espagnole d'énergie éolienne a enregistré des résultats meilleurs qu'attendu au premier trimestre. Le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 43,1% à 820 millions EUR (+29% sans effets de change), dopés par l'augmentation des ventes de 52% dans la division éoliennes (713 millions EUR). La division Maintenance a vu son CA progresser de 3,1% (108 millions EUR). La puissance installée a augmenté de 25,6% à 713 mégawatts (MW). Le bénéfice opérationnel récurrent (REBIT; hors éléments uniques) a bondi de 92,2% à 66 millions EUR, soit une marge d'EBIT de 8%, contre 6% l'an dernier et 6,7% en rythme annuel en 2014. Le bénéfice net récurrent a progressé de 160% à 44 millions EUR (0,159 EUR par action). Le plan de redressement 2013-2015 a été clôturé anticipativement avec succès, et Gamesa a présenté entre-temps un



♦ **Cours:** 11,30 EUR
 ♦ **Ticker:** ABLX Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003877942



♦ **Cours:** 14,63 EUR
 ♦ **Ticker:** Madrid
 ♦ **Code ISIN:** ES0143416115



plan 2015-2017 qui a été très bien accueilli. C'est la deuxième explication à la hausse des cours. L'entreprise envisage de porter la puissance installée entre 3500 et 3800 MW pour 2017, contre 2623 MW en 2014 et un objectif de 3100 MW cette année. La marge d'EBIT doit atteindre au moins 8%, ce qui implique au moins un doublement de l'EBIT par rapport à 2014. Ces objectifs ambitieux sont réalisables grâce à l'excellente position dans les grands marchés émergents de l'énergie éolienne : numéro 1 en Inde (569 MW en 2014; part de marché passée de 21% en 2013 à 32% en 2014) et au Mexique

LE BUSINESS PLAN 2015-2017 PRÉSENTÉ PAR GAMESA A ÉTÉ TRÈS BIEN ACCUEILLI

(450 MW; part de marché stable à 73%) et numéro 2 au Brésil (416 MW en 2014; part de marché de 20% à 22%). La croissance attendue de la puissance installée cumulée sur ces marchés – période 2015-2017, par rapport à 2012-2014 – est comprise entre 58% et 81%, contre une croissance moyenne mondiale de 4% à 17%. La valorisation de Gamesa – 22,5 fois le bénéfice attendu en 2015 et une valeur d'entreprise (EV) correspondant à 9,7 fois les cash-flows opérationnels (EBITDA) attendus pour 2015 – n'est pas encore excessive vu les perspectives positives.

Conserver (2B). ■

Agenda

Lundi 6 juillet

Allemagne: commandes des usines
 UE: prix à l'importation industrielle
 USA: PMI services (déf.)

Mardi 7 juillet

France, USA: balance commerciale
 Van de Velde: CA 1er semestre

Mercredi 8 juillet

-

Jeudi 9 juillet

Belgique: immobilier
 UE: prix des maisons, balance des paiements
 USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, masse monétaire

Vendredi 10 juillet

France: production industrielle
 UE: indicateurs avancés

Mise à jour quotidienne sur
www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,86%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	12,75	€ 4.495,77	3,42	1C	25A/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	31,17	€ 5.054,59	3,84	1B	27A/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	15,08	€ 4.524,00	3,44	1B	24B/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	385,00	€ 3.741,57	2,84	2A	24A/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	35,27	€ 5.289,75	4,02	2B	26A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	24,25	€ 4.354,15	3,31	1B	21B/15
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (28,07%)									
Adidas	DE000A1EWWO	73,02	75	EUR	70,41	€ 5.344,03	4,06	1A	21A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	58,10	€ 4.744,00	3,60	1B	25B/15
Bollore	FR000039299	3,80	1.000	EUR	4,80	€ 4.822,50	3,66	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	12,84	€ 5.136,00	3,90	1B	26B/15
Cosan	BMG253431073	9,33	900	USD	6,08	€ 4.912,22	3,73	1B	24A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	53,29	€ 5.399,12	4,10	1A	21A/15
Lafarge	FR000120537	57,50	50	EUR	60,75	€ 3.018,18	2,29	1B	25A/15
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.381,00	€ 3.576,52	2,72	2A	23A/15
ÉNERGIE (13,54%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	65,00	€ 3.242,14	2,46	1B	23A/15
Peabody Energy	US7045491047	3,11	1.750	USD	1,78	€ 2.806,31	2,13	1C	25A/15
PNE Wind	DE000AQJBP2	2,30	1.750	EUR	2,07	€ 3.622,50	2,75	1B	27B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,23	€ 4.681,73	3,56	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	12,60	€ 3.465,00	2,63	1B	20AB/15
ORSMÉTALUX (19,06%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	8,80	€ 3.576,38	2,72	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	16,33	€ 4.670,49	3,55	1B	22AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	17,28	€ 4.254,44	3,23	1B	25A/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	16,95	€ 4.578,91	3,48	1B	21B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	43,59	€ 3.252,15	2,47	2B	27A/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	5,76	€ 4.761,66	3,62	1B	24A/15
VIEILLISSEMENT (16,10%)									
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	21,29	€ 2.128,50	1,62	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	37,10	€ 3.821,00	2,90	1B	27B/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.348,50	€ 4.755,48	3,61	1A	26A/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,61	€ 2.302,50	1,75	1C	27A/15
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	55,75	€ 4.208,25	3,20	2A	21A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	126,19	€ 3.978,96	3,02	1B	23B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	128.723,01	98,26	2.282,19	1,74	131.005,20	+12,0

(*) 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 30 actions **Potash Corp.** supplémentaires à **31,02 USD** (coût: 835,9 EUR); nous achetons 500 actions **PNE Wind** de plus à maximum **2,12 EUR** - **Ordres de vente:** -

PNE Wind: racheter

Soudainement, les Grecs semblent disposés à trouver un accord et la saga s'oriente vers un épilogue positif. Pour autant, elle peut aussi prendre la direction opposée. Indépendamment de cela, nous pensons que le conflit au sein de **PNE Wind** entre la direction et l'actionnaire *Friederichsen* est passager et ne reflète absolument pas la valeur du spécialiste alternatif de l'énergie éolienne. D'où la limite d'achat pour un renforcement de notre position.

Fagron: nouveaux titres

Nous avons appris que **Fagron** finan-

cerait partiellement l'acquisition d'*Anazao Health* par une augmentation de capital (limitée). L'annonce du rachat d'*Anazao Health* remonte déjà à la mi-mai. Il s'agit d'une société spécialisée dans la médecine nucléaire et la brachythérapie. **Fagron** paie pour cette entreprise, dont le chiffre d'affaires s'élèvera cette année à 30 millions USD, 6 fois l'EBITDA 2015 attendu (marge d'EBITDA comparable à celle de **Fagron**; 26%). Il avait alors déjà été annoncé que 40% de l'acquisition serait financée par l'émission de nouvelles actions. Cette semaine, nous avons appris que le capital d'actions avait été

relevé par l'émission de 224.133 nouvelles actions au prix unitaire de 40 EUR, soit nettement plus que le cours de Bourse. Le nombre de titres s'élève à 31,67 millions. Il s'agit donc d'une dilution limitée de 1,5%. Dans la mesure où le placement au sein du capital s'est effectué au-delà du cours, la réaction des marchés fut positive. Nous croyons au potentiel de **Fagron**, qui devrait se traduire à terme par une hausse du titre, même sans acquisition. Nous conservons notre position en portefeuille et maintenons le conseil d'achat (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, **Editteur:** Jos Grobben, **Editteur 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.

