



Pour tout conseil en placement

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

28 juillet 2015 - n° 31A

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

PORTEFEUILLE & SÉLECTION 2-3

Barco

Suedzucker

Intentions d'achat et de vente

ACTIONS 4-7

Nyrstar

Pure Circle

Technip

Alcoa

OBLIGATIONS 8-9

Pas de vacances pour le marché
obligataire

CHECKLIST A 10-12

Belgique et Europe

Index d'actions

Barco	2
Alcoa	7
Nyrstar	4
Pure Circle	5
Suedzucker	3
Technip	6

Nous voilà de retour sur le pont. Le monde financier semblait aborder une période estivale tranquille après l'évitement *in extremis* d'une sortie de la Grèce de l'Union européenne à l'issue de longues semaines d'une crise sans précédent. La semaine dernière pourtant, le ciel s'est assombri. Le secteur des matières premières, surtout, a pris une violente raclée. Nous y reviendrons dans le détail. Chez nous, la décision finale du gouvernement concernant le « tax shift » n'est pas restée sans effets sur le sentiment de l'épargnant. L'augmentation du précompte mobilier (PM) de 25 à 27% et surtout l'instauration d'une taxe de spéculation sur les transactions boursières (achat et vente) dans un délai de six mois mériteront un article plus approfondi. Cela aurait pu être pire, mais l'introduction d'un impôt sur la plus-value est déjà regrettable en soi. Nous y reviendrons.

Pour l'heure, toute notre attention est captée par les résultats des entreprises.

Jusqu'ici, les (grandes) entreprises américaines n'affichent pas un tableau unanimement positif.

Pour notre portefeuille, la période est également chargée : une trentaine de résultats trimestriels et semestriels seront publiés en l'espace de six semaines. Six ont déjà été délivrés. Dans ce numéro, nous nous penchons plus en avant sur **Suedzucker** et **Barco** dans la rubrique Commentaire de portefeuille (lire en pages 2 et 3). Les commentaires de résultats de **CMB**, **Ganger Rolf**, **Potash Corp.**, **SABMiller** (trading update 1^{er} trimestre) et **Syngenta** seront publiés dans nos prochaines éditions.

Il est évidemment impossible de commenter tous les chiffres en même

temps. Sur cette seule semaine par exemple, 9 valeurs de portefeuille publient leurs résultats trimestriels et semestriels. Nous attendons aujourd'hui (28/7) les chiffres du tourmenté **Peabody Energy**. La journée de demain (29/7) sera chargée, avec les résultats de **LafargeHolcim**, **GlaxoSmithKline** et **Vertex Pharmaceuticals**. Jeudi, ce sera le tour des valeurs de matières premières **First Quantum Minerals** et **Vale**, qui ont récemment connu une sensible baisse de cours. Vendredi, nous clôturerons cette semaine avec **Arcelor Mittal** et « notre » valeur pharma **UCB**, dont les chiffres impactent évidemment ceux de la société mère **Tubize**, et avec le spécialiste des matériaux **Umicore**.

Programme d'août

L'autre moitié de notre portefeuille publiera ses chiffres dans le courant du mois d'août. Le bal sera ouvert le mardi 4 août précisément, avec le groupe néerlandais

DSM et la valeur de croissance **Fagron**. Suivront alors le spécialiste des articles de sport **Adidas** (7/8), dont nous espérons qu'il confirmera un revirement positif, et le groupe agricole asiatique **Wilmar International**. Ensuite seulement nous aurons droit aux chiffres de **PNE Wind** (10/8), **Cosan** (12/8) et **Silver Wheaton** (13/8). Il faudra attendre la fin août pour connaître les résultats de plusieurs valeurs belges telles que la biotech **MDXHealth** (20/8) et **Tessenderlo Group** (26/8), mais aussi du holding français **Bolloré** (28/8). Enfin, septembre sera marqué par les résultats de **Velcan** (8/9), du groupe de plantations **Asian Citrus** (18/9) et de la biotech **Bone Therapeutics** (22/9). ■

CETTE SEMAINE : LES RÉSULTATS DE 9 VALEURS DE PORTEFEUILLE

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,93%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	10,62	€ 3.757,60	2,98	1C	25A/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	27,65	€ 4.549,78	3,61	1B	27A/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	15,63	€ 4.690,50	3,72	1B	24B/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	401,70	€ 3.881,17	3,08	2A	28B/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	34,73	€ 5.210,25	4,14	2B	26A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	23,46	€ 4.274,92	3,39	1B	21B/15
CONSUMMATION CLASSE MOYENNE (29,13%)									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	75	EUR	71,46	€ 5.422,78	4,30	1A	21A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	61,55	€ 5.020,00	3,98	1B	25B/15
Bolloré	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	5,08	€ 5.101,50	4,05	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	14,08	€ 5.632,00	4,47	1B	26B/15
Cosan	BMG253431073	9,33	900	USD	4,41	€ 3.610,80	2,87	1B	24A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	52,26	€ 5.296,12	4,20	1A	21A/15
LafargeHolcim	CH0012214059	72,23	45	EUR	67,37	€ 3.031,65	2,41	1A	25A/15
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.379,00	€ 3.585,02	2,85	2A	23A/15
ÉNERGIE (14,94%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	62,00	€ 3.011,89	2,39	1B	23A/15
Peabody Energy	US7045491047	2,76	2.400	USD	1,24	€ 2.720,54	2,16	1C	28A/15
PNE Wind	DE000A0JBP62	2,25	2.250	EUR	2,33	€ 5.242,50	4,16	1B	27B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,24	€ 4.553,20	3,61	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	11,99	€ 3.297,25	2,62	1B	20AB/15
OR&MÉTAUX (16,48%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	7,86	€ 3.201,58	2,54	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	12,01	€ 3.326,64	2,64	1B	22AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	14,08	€ 3.512,99	2,79	1B	25A/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	12,92	€ 3.541,11	2,81	1B	21B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	39,28	€ 2.929,28	2,33	2B	27A/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	5,05	€ 4.246,25	3,37	1B	24A/15
VIELLISSEMENT (17,69%)									
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	22,30	€ 2.230,00	1,77	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	43,85	€ 4.496,00	3,57	1B	27B/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.338,50	€ 4.808,55	3,82	1A	26A/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,80	€ 2.400,00	1,90	1C	27A/15
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	57,51	€ 4.340,25	3,44	2A	21A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	125,50	€ 4.015,45	3,19	1B	28B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	125.122,44	99,83	207,13	0,17	125.329,56	100,0

COMPARAISON DES PRESTATIONS

	Depuis 1/1/2015	Depuis 1/1/2014
Initié de la bourse	+7,2%	+11,0%
Indice de référence (**)	+10,4%	+15,8%

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

Ordres d'achat: -

Ordres de vente: -

De bons chiffres pour Barco

Après la crise grecque, c'est la saison des résultats qui a pris le relais dans l'actualité financière. Jusqu'à fin août, cette rubrique sera essentiellement consacrée à l'analyse de ces résultats. Nous ouvrons le bal avec **Barco** et **Suedzucker**.

Barco : prolongation du premier trimestre

Ces derniers mois, nous avons indiqué à plusieurs reprises qu'il fallait attendre les (beaux) résultats du premier trimestre de **Barco** pour que son cours de Bourse prenne une orientation. Le spécialiste de la visualisation

a pu confirmer ce mouvement haussier au 2^e trimestre. Notons cependant que le dollar américain (USD) l'y a aussi aidé dans une importante mesure. Sur les six premiers mois, le chiffre d'affaires (CA) s'est élevé à 506,2 millions EUR, ce qui représente une augmentation de 16,6% par rapport au 1^{er} semestre 2014 (+14,6% sur les 3 premiers mois). Barco a modifié le traitement comptable de ses coûts de recherche & développement (R&D). Le cash-flow opérationnel ajusté (EBITDA) a totalisé 40,5 millions EUR. C'est nettement mieux que les 22,3 millions EUR du 1^{er} semestre de l'an der-

nier. Cela signifie que la marge d'EBITDA a augmenté de 290 points de base (2,9%), à 8%. Le bénéfice opérationnel (EBIT) s'est hissé à 7,5 millions EUR tandis que le bénéfice net a atteint 51,7 millions EUR, mais de ce total, 46,3 millions EUR sont de nature exceptionnelle (finalisation de la division Défense). Le carnet de commandes au 30 juin totalisait 333,2 millions EUR ou 31,1 millions EUR de plus qu'au début de cette année. Est-ce que le cours évoluera vers notre « fair value » de 68 EUR par action (autrefois 66 EUR) ? Cela dépend des acquisitions. Au début du

2^e semestre, le spécialiste disposait d'une trésorerie de 187,7 millions EUR. Jusqu'ici, seuls 18,5 millions USD ont été déboursés pour l'achat d'*Advan*, producteur d'écrans LCD haut de gamme. L'action demeure relativement bon marché. Nous réitérons donc le conseil d'achat (rating 1B).

Suedzucker : période difficile confirmée

Comme prévu, Suedzucker a confirmé les faibles perspectives pour 2015-2016 lors de son trading update pour le 1^{er} trimestre. La direction de l'entreprise a répété qu'elle prévoyait un bénéfice opérationnel (EBIT) compris entre 50 et 150 millions EUR pour un chiffre d'affaires inférieur situé entre

LA FAIR VALUE DE L'ACTION BARCO S'ÉLÈVE À 68 EUR

6 et 6,3 milliards EUR. Ces chiffres sont donc encore plus faibles qu'à l'exercice 2014-2015 (clos le 31/3, déjà très faible). A l'exercice passé, le CA a reculé de 10% (de 7,53 à 6,78 milliards EUR) et l'EBIT a plongé de 71% (de 622 à 181 millions EUR). Le repli ultérieur se constate dans les chiffres du 1^{er} trimestre (avril à juin) : CA en recul de 8,1%, à 1,63 milliard EUR, et EBIT de 57 millions EUR (contre 96 millions EUR à l'exercice passé). La cause principale est évidemment la chute libre des résultats dans le segment du sucre, de 25 millions à -13 millions EUR. La réaction du marché fut plutôt neutre. L'action s'échange notamment sous sa valeur comptable et à une demi-fois son CA attendu. Cet investissement doit s'envisager en théorie sur plusieurs années (rating 1B). ■

INTENTIONS D'ACHAT ET DE VENTE

Consommation de la classe moyenne des pays émergents

- ♦ **Adidas:** très bons chiffres Q1
- ♦ **Barco:** bons chiffres au 1^{er} semestre; voir ci-dessus
- ♦ **Bolloré:** participation dans Vivendi renforcée à 14,5%; très bons chiffres Q1
- ♦ **CMB:** chiffres semestriels en ligne avec les attentes; nous y reviendrons; cours se redresse quelque peu (*)
- ♦ **Cosan:** bons chiffres Q1
- ♦ **DSM:** Patheon (49% DSM) est introduit en Bourse; valeur de 4 à 5 EUR par action DSM
- ♦ **LafargeHolcim:** offre de fusion réussie; échange réalisé (*)
- ♦ **SABMiller:** vise une croissance des volumes de 3 à 6% en Amérique Latine à moyen terme

Energie

- ♦ **Ganger Rolf:** chiffres 2^e trimestre en ligne; nous y reviendrons (*)
- ♦ **Peabody Energy:** avertissement sur bénéfice exerce nouvelle pression sur le cours
- ♦ **PNE Wind:** position a été renforcée
- ♦ **Uranium Participation:** sous-valorisation; redressement de cours attendu
- ♦ **Velcan:** chiffres annuels supérieurs aux prévisions; attendons nouvelles évolutions en Inde

Or & métaux

- ♦ **ArcelorMittal:** prévisions décevantes pour 2015
- ♦ **First Quantum Minerals:** préparation du lancement usine de fonte de cuivre en Zambie évolue conformément aux prévisions
- ♦ **Market Vectors Gold Miners ETF:** prix de l'or revient à un nouveau plancher; pèse lourd sur les mines aurifères (*)
- ♦ **Silver Wheaton:** l'argent recule dans son sillage (*)

♦ **Umicore:** repli de cours (*)

♦ **Vale:** prix du minerai de fer à nouveau sous pression; cours revient vers le plancher (*)

Agriculture

- ♦ **Asian Citrus:** redressement de cours sensible et inattendu
- ♦ **Potash Corp.:** K+S a rejeté l'offre de Potash
- ♦ **Suedzucker:** cours reste positif malgré période difficile; lire ci-dessus (*)
- ♦ **Syngenta:** directeur de Monsanto tente de convaincre les actionnaires de Syngenta
- ♦ **Tessenderlo:** a levé facilement 250 millions EUR via double émission obligataire
- ♦ **Wilmar International:** chiffres annuels supérieurs aux prévisions

Vieillesse de la population

- ♦ **Bone Therapeutics:** enfin des résultats cliniques positifs
- ♦ **Fagron:** augmentation de capital limitée pour le financement de l'acquisition d'Anazao Health
- ♦ **GlaxoSmithKline:** peut commercialiser médicament contre la malaria
- ♦ **MDxHealth:** augmentation de capital réalisée
- ♦ **Tubize (fin):** en Inde, des candidats à l'achat auraient manifesté leur intérêt pour la filiale générique d'UCB
- ♦ **Vertex Pharmaceuticals:** FDA a approuvé le 'blockbuster' Orkambi (thérapie de combinaison 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)

SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

	Rating*	Commentaire
Ablynx	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
Casino	1A	Fort actif aux pays émergents; quand même retardataire
Compagnie des Alpes	1B	La rentabilité reprend. Retardataire et très bon marché.
Euronav	1B	Fin de la crise. Excellente année 2015
Gimv	1A	Bonnes résultats; retardataire vis-à-vis les holdings classiques
Itau Unibanco Holding	1B	Banque Brésilienne; très rentable
Picanol	1B	Magnifique turnaround
Resilux	1A	Lancement P&G produit donne une nouvelle impulsion à l'action
Sipef	1B	*Valorisation attrayante; perspectives positives à plus long terme
Technip	1B	Mène la consolidation; favorit 'énergie'
Texaf	1B	Scission Imbakin Holding
Tullow Oil	1B	Joueur attrayant dans le secteur du pétrol

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

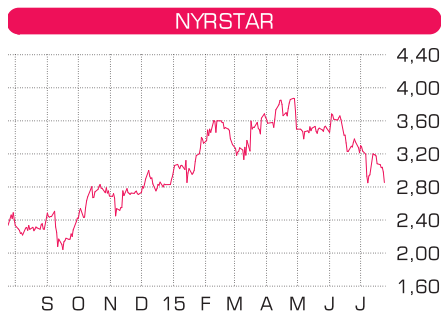
Actions belges

MATIÈRES PREMIÈRES

Nyrstar



Les résultats semestriels du groupe belge minier et multimétaux offrent un tableau mitigé. D'une part le résultat de la transformation des métaux est supérieur aux prévisions : la production de zinc a totalisé 560.000 tonnes, soit 1 % de mieux que l'an dernier et un chiffre dans le haut de la fourchette des prévisions 2015 de 1 à 1,1 million de tonnes. Du reste, le cash-flow opérationnel (EBITDA) s'est accru de 69 %, à 183 millions EUR, conséquence de l'accroissement de la production, de l'augmentation de 4 % du prix du zinc (2134 USD la tonne, récemment retombé en dessous de 2000 USD la tonne), de la progression de 10 % des prix du traitement du zinc et de la hausse de 18 % du dollar américain face à l'euro. La conversion de l'usine de transformation de zinc à *Port Pirie*, en Australie, en unité de transformation multimétaux de haute technologie évolue comme prévu : elle sera terminée en 2016. Dans le cadre des 25 projets d'amélioration de la transformation de métaux, Nyrstar s'est assuré récemment un financement de 20 millions EUR pour l'exécution de travaux d'amélioration dans la fonderie d'Hobart (Australie). D'autre part, les faibles résultats de la division Construction minière sont à nouveau une déception. La production de concentré de



Cours: 2,85 EUR
Ticker: NYR Bruxelles
Code ISIN: BE0003876936



zinc a reculé au 1^{er} semestre de 140.000 tonnes à 127.000 tonnes (-9%), conséquence de l'arrêt de la production depuis janvier de la mine de *Campo Morado* (Mexique) en raison de perturbations de nature sociale, et depuis mai de la mine *Myra Falls* (Canada), pour des problèmes d'ordre opérationnel, qui doivent être résolus de manière structurelle. Le bénéfice brut a quant à lui reculé de 5 %, à 197 millions EUR, et l'EBITDA de 77 %, à un maigre 6 millions EUR. Au niveau du groupe, l'EBITDA s'est accru de 53 %, à 168 millions EUR. Les problèmes de sécurité rencontrés au niveau de *Campo Morado* sont à ce point sérieux que Nyrstar a décidé d'amortir la totalité de la valeur comptable de la mine – 376 millions EUR avant impôts. La société met cependant tout en œuvre pour la relancer, au plus tôt en 2016. Les problèmes de nature opérationnelle

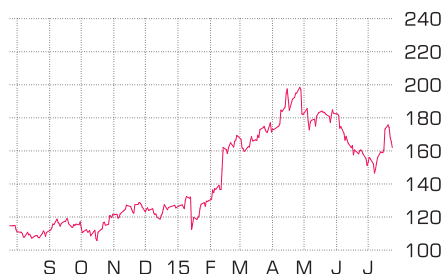
de *Myra Falls* sont traités en profondeur (dont coût : 25 millions EUR en 2015), et le redémarrage est attendu au plus tôt à partir du 4^e trimestre 2016. Ces facteurs combinés à quelques autres amortissements plus réduits au niveau d'autres mines ont donné lieu à l'érosion de pas moins de 40 % ou 418 millions EUR de la valeur comptable de la division minière au niveau du bilan. Nyrstar fait donc place neuve avec l'héritage du précédent directeur *Roland Junck*, qui sera remplacé à partir du mois d'août par *Bill Scotting*, spécialiste du secteur minier provenant de chez *Arcelor Mittal*. Les amortissements dans la division minière ont contraint Nyrstar à accuser une perte nette de 250 millions EUR ou 0,76 EUR par action. Pour cette raison notamment, la dette nette s'est alourdie fin décembre, de 438 millions EUR ou 1,6 fois l'EBITDA, à 667 millions EUR ou 2 fois l'EBITDA fin juin. ■

Conclusion

L'action Nyrstar a réagi négativement aux résultats semestriels. La désignation de Scotting démontre que Nyrstar n'abandonne pas sa division minière. Dans un contexte de faibles prix des matières premières, le défi est majeur, mais la pénurie proche du marché du zinc, le dollar américain vigoureux, l'accent opérationnel plus prononcé et la valorisation acceptable nous incitent à conseiller la valeur à l'achat.

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

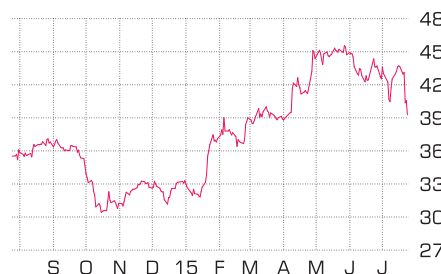
BOLIDEN AB



Cours: 162,00 SEK
Ticker: Stockholm
Code ISIN: SE0000869646



UMICORE



Cours: 39,28 EUR
Ticker: UMI Bruxelles
Code ISIN: BE0003884047



GLENCORE



Cours: 2,98 EUR
Ticker: 8GC Xetra
Code ISIN: JE00B4T3BW64



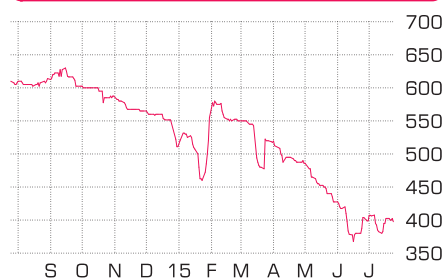
Actions européennes

ALIMENTATION PureCircle



Le marché a réagi défavorablement pour la deuxième fois consécutive à un rapport de résultats de PureCircle, le leader de marché dans la production et la commercialisation d'édulcorants naturels à faible teneur en calories issus de feuilles de stévia. Il ressort des chiffres partiels relatifs au second semestre de l'exercice 2015 (période comprise entre janvier et juin; chiffres complets le 21 septembre) que le chiffre d'affaires (CA) s'est accru au 2^e semestre de 26%, à au moins 84 millions USD, contre 66,1 millions USD l'an dernier. Sur base annuelle, ce chiffre nous amène à un CA minimal de 127 millions USD, contre une prévision moyenne des analystes de 135 millions USD. Circonstance atténuante : le dollar américain (USD), qui a pris pas mal de hauteur l'an dernier, et grignoté 5 millions USD du CA annuel. Cette croissance demeure cependant impressionnante et est portée, au niveau mondial, par le groupe toujours plus vaste de produits – entretemps plus de 6500 – qui intègrent désormais la stévia. La pression sur la marge bénéficiaire brute s'est confirmée, comme prévu, au second semestre, en raison d'un déficit temporaire de feuilles de stévia, découlant d'une demande plus élevée que prévu. Sur base annuelle, le bénéfice brut s'est ainsi échoué à 40 millions USD (+9%),

PURECIRCLE LTD



▀ **Cours:** 397,50 PNC
 ▀ **Ticker:** PURE Londres
 ▀ **Code ISIN:** BMG7300G1096



et la marge de bénéfice brute a reculé à 31,4%, contre 36,3% l'an dernier et 33,5% après 6 mois. Le cash-flow opérationnel (EBITDA) a progressé de 16%, à 25 millions USD, et le bénéfice net de 74%, à 4 millions USD (perte nette au 1^{er} semestre de 0,9 million USD). PureCircle continue, en tant que leader de marché, de miser pleinement sur le renouveau technologique. En décembre 2014, le marché a été informé du développement de *Sigma-D*, un nouvel édulcorant né de la plateforme innovante stévia 3.0 TM et spécifiquement développé pour réduire le nombre de calories contenues dans les produits laitiers comme le yaourt, le pudding et le lait chocolaté. Récemment, *Sigma-T*, un nouvel édulcorant pour le thé, lui a emboîté le pas. Un marché important s'il en est, car au niveau mondial, le thé est, derrière l'eau, la boisson la plus consommée. Dans les deux cas, il s'agit

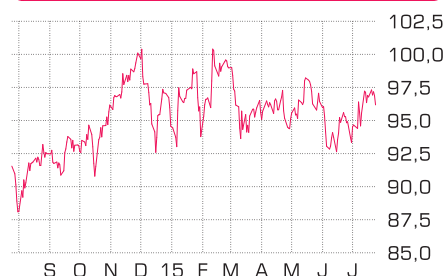
d'une nouvelle génération d'édulcorants à base de stévia, dont les sensations de goût se rapprochent davantage encore de celles du sucre, tout en réduisant l'apport calorique. Pour les 5 prochaines années, PureCircle table sur une croissance annuelle de son CA de 30% et une augmentation de sa marge de bénéfice brute à 50%. S'il concrétise cet objectif, son CA devrait progresser en 2020 à 400-450 millions USD. Pour cela, un budget d'investissement de 42 millions USD a été dégagé : 34 millions USD pour l'accroissement de la capacité de production (opérationnelle dans 2 ans; capacité actuelle engendre 250 à 300 millions USD de CA) et 8 millions USD pour des projets d'innovation. Le financement est assuré depuis l'augmentation de capital réalisée en octobre 2014, qui a permis de lever 43 millions USD par l'émission de 5 millions de nouveaux titres (3% de dilution) à 550 pence par action. Notons la récente désignation de deux membres du conseil d'administration, *Mitch Adamek* et le Belge *Guy Wollaert*, connus pour leurs états de service chez *PepsiCo* et *Coca-Cola*. ■

Conclusion

Bien que la valeur ne soit pas encore bon marché, avec un rapport valeur d'entreprise (EV)/ cash-flow opérationnel attendu (EBITDA) 2016 de 26 et un cours/bénéfice de 48, nous la recommandons à l'achat en raison du potentiel de ce marché en plein essor.

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

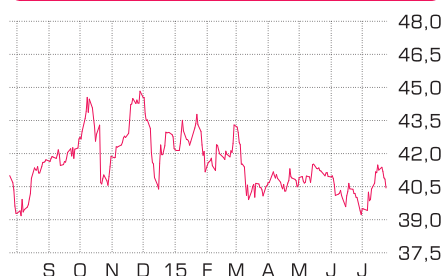
PEPSICO INC



▀ **Cours:** 96,18 USD
 ▀ **Ticker:** PEP NYSE
 ▀ **Code ISIN:** US7134481081



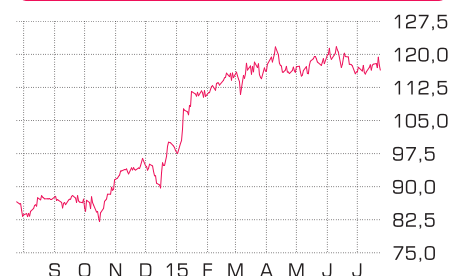
COCA COLA



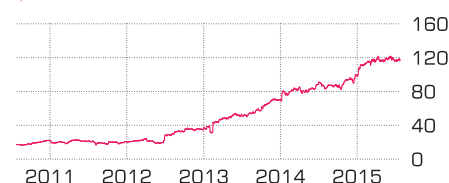
▀ **Cours:** 40,44 USD
 ▀ **Ticker:** KO NYSE
 ▀ **Code ISIN:** US1912161007



CONSTELLATION BRANDS



▀ **Cours:** 116,43 USD
 ▀ **Ticker:** STZ NYSE
 ▀ **Code ISIN:** US21036P1084



Actions européennes

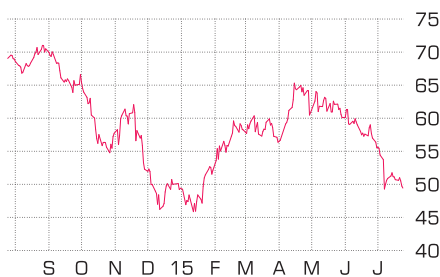
ÉNERGIE

Technip



À la fin de l'année dernière, Technip a fait l'actualité financière en lançant une offre de 1,47 milliard EUR sur CGG. Une offre qui a été rejetée, puis retirée par Technip. C'était une réaction à l'offre de Halliburton sur Baker Hughes. Technip entend clairement devenir un consolidateur européen dans le secteur. Début juillet, Technip fit à nouveau la Une financière, cette fois pour des raisons moins joyeuses. Le cours a pris la raclée à l'annonce d'un (nouveau) plan de restructuration, ce qui suppose que le groupe se prépare à une période longue moins favorable à l'industrie des services pétroliers. Pas moins de 6000 emplois ont été supprimés (16% du personnel) et un coût de restructuration de 650 millions EUR a été comptabilisé. D'ici à 2017, le groupe entend économiser pour 830 millions EUR de frais structurels. Technip est pourtant un acteur déterminant aux atouts multiples. Le premier est son vaste domaine d'activités. Technip possède une division *Offshore/Onshore*. La première activité consiste à installer des plateformes pétrolières en mer, la deuxième concerne surtout le GNL (gaz naturel liquéfié) et le gaz de schiste. La division *Subsea*, de son côté, opère dans le domaine des conduites flexibles. Presque tous les géants gaziers et pétroliers nationaux et internationaux sont

TECHNIP



Cours: 49,44 EUR
Ticker: TEC Paris
Code ISIN: FR0000131708



d'ailleurs clients du fournisseur français de services pétroliers (*Exxon Mobil, Total, BP, Petrobras...*). Le deuxième atout du groupe est sa présence mondiale. Technip est actif sur tous les continents, et ce depuis des décennies. Les résultats du 1^{er} trimestre étaient par ailleurs solides, et ont été accueillis positivement. Le chiffre d'affaires (CA) du groupe a totalisé 2,9 milliards EUR (1,6 milliard pour *Offshore/Onshore* et 1,3 milliard pour *Subsea*), ce qui représente une augmentation de 17% par rapport aux trois premiers mois de 2014. Le bénéfice opérationnel ajusté (EBIT) s'est redressé de manière spectaculaire, de 34% (de 141 à 189 millions EUR), soit une augmentation de la marge d'EBIT de 5,7 à 6,5% au niveau du groupe, avec seulement 1,5% pour *Offshore/Onshore* et 12,8% pour *Subsea*. Le carnet de commandes est toujours très bien garni, à un record de

21 milliards EUR (+1,5 milliard EUR sur les trois premiers mois). Ce carnet de commandes joliment garni a encore permis au groupe de services pétroliers de relever de 8% son bénéfice pour l'exercice 2014, à 2 EUR brut. Compte tenu du plan de restructuration, les prévisions de CA pour 2015 ont été maintenues pour les deux divisions : *Subsea* afficherait un CA compris entre 5,2 et 5,5 milliards EUR, et *Offshore/Onshore* environ 6 milliards EUR. L'écart de marge demeure toutefois important : 15 à 16% de marge d'EBIT pour *Subsea* et une marge comprise seulement entre 3 et 4% pour l'*Offshore/Onshore*. A 11 fois le bénéfice attendu pour 2015 et moins de 4 fois le rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flow opérationnel (EBITDA), l'action est bon marché. A plus forte raison compte tenu des marges toujours appréciables dans la division *Subsea*. Au niveau du pôle *Offshore/Onshore*, le groupe continuera de plancher sur les conditions de marché très difficiles. ■

Conclusion

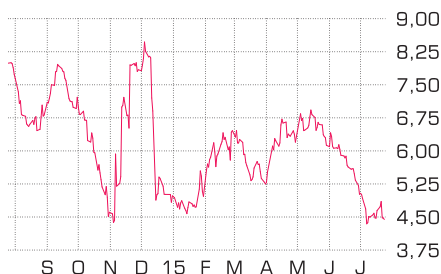
Nous considérons Technip comme une valeur d'une qualité supérieure dans le secteur des services pétroliers. C'est la raison pour laquelle nous conservons l'action en Sélection, en précisant que nous pensons qu'il s'agit là d'un candidat sérieux pour le portefeuille. Même s'il est clair que l'horizon de placement doit de préférence être de plusieurs années.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyenne

Rating: 1B

CGG



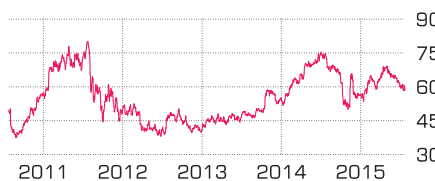
Cours: 4,44 EUR
Ticker: CGG Paris
Code ISIN: FR0000120164



BAKER HUGHES INC



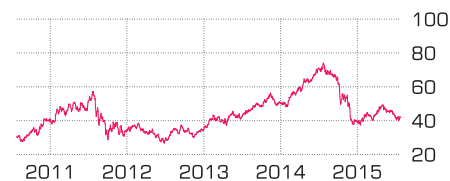
Cours: 58,66 USD
Ticker: BHI NYSE
Code ISIN: US0572241075



HALLIBURTON CO



Cours: 41,72 USD
Ticker: HAL NYSE
Code ISIN: US4062161017



Actions hors Europe

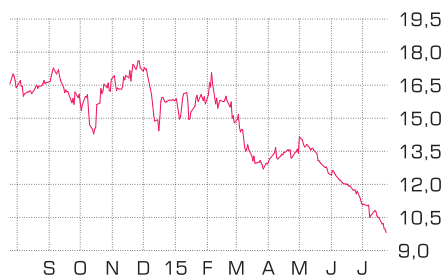
MATIÈRES PREMIÈRES

Alcoa



Ces dernières années, le spécialiste américain de l'aluminium Alcoa a opéré une conversion de ses activités qui lui a permis d'accroître sa rentabilité : à l'origine affineur et fondeur d'aluminium, il est devenu fournisseur de produits (semi-)finis à base d'aluminium. Alcoa a connu plusieurs beaux trimestres entre la fin 2013 et le début de cette année. Depuis le premier trimestre cependant, la situation s'est détériorée. L'action a perdu environ un tiers de sa valeur depuis janvier, mais par rapport au sommet de février, le repli est encore plus marqué. La principale raison tient au rallye des prix des métaux de base, qui était condamné à durer peu de temps. En mai, le prix de la tonne d'aluminium semblait en passe de franchir le cap des 2000 USD, mais il n'y est finalement pas arrivé. L'impact du dollar vigoureux, du ralentissement de l'économie chinoise et de la hausse des exportations chinoises a ramené le prix de l'aluminium sous 1700 USD, soit moins que le niveau du début de l'année. Les primes physiques ont également imposé. Ces primes sont plus élevées que le prix auquel l'aluminium s'échange sur le *London Metal Exchange* (LME) et le *Shanghai Futures Exchange* (SHFE). Ces derniers mois, nous avons indiqué à plusieurs reprises que ces primes élevées devraient tôt ou tard

ALCOA



♦ **Cours:** 9,81 USD
 ♦ **Ticker:** AA NYSE
 ♦ **Code ISIN:** US0138171014



baisser, et c'est ce qui s'est effectivement produit. Les primes pour livraison physique devaient ce niveau élevé à la pénurie artificielle, elle-même due principalement à l'utilisation de l'aluminium en gage des accords de crédit. Cette technique n'a presque plus cours désormais. En conséquence, la prime moyenne en Europe sur base annuelle a baissé de 48 %, et de 36 % aux États-Unis. En 2015, les primes ont même baissé de 65 % en moyenne. Ce « bonus » constituait une source de revenus supplémentaire importante pour des acteurs industriels tels qu'Alcoa, qui n'en bénéficie donc plus désormais. Au 2^e trimestre, le prix moyen d'une tonne d'aluminium sur le LME a reculé sur base annuelle de 2,7 %, à 1788 USD. Pour Alcoa, le prix de vente réalisé s'est élevé en moyenne à 2180 USD la tonne, soit 111 USD de moins qu'il y a un an et même 240 USD

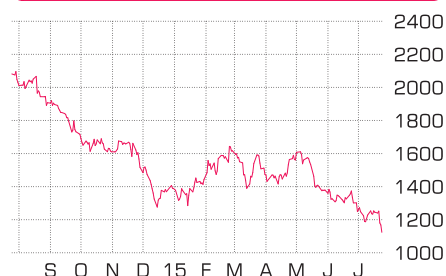
de moins qu'au 1^{er} trimestre. Les résultats de la période comprise entre avril et juin n'étaient dès lors pas exceptionnels. Le bénéfice net ajusté (250 millions USD) était certes de 16 % supérieur à celui qui prévalait un an plus tôt, mais de 31 % inférieur au niveau du premier trimestre. Pour 2015, Alcoa anticipe un surcroît d'offre de 762.000 tonnes d'aluminium, soit le double de la précédente projection. Non seulement les prévisions de croissance ont été abaissées à 6,5 %, mais il faut considérer également l'effet de la Chine, qui exportera cette année une quantité record d'aluminium. La transformation de son activité place Alcoa dans une position plus favorable malgré des prix de l'aluminium plus faibles, même si sa dépendance à ces derniers demeure élevée. Cette année, Alcoa prévoit de réaliser un cash-flow libre positif de 500 millions USD. Fin juin, sa dette nette totalisait encore 7,5 milliards USD ou 2,11 fois le cash-flow opérationnel (EBITDA). ■

Conclusion

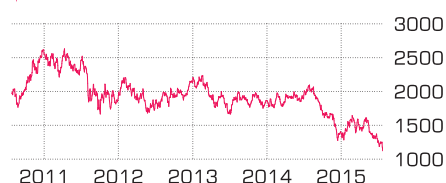
Compte tenu de la baisse des estimations de bénéfice, Alcoa n'est finalement pas devenu meilleur marché. Le rapport cours/valeur comptable a cependant encore baissé, à 1,2. Ce chiffre est certes faible, mais pas exceptionnel dans le secteur minier. Dans la mesure où nous prévoyons une baisse ultérieure des primes physiques, nous ne voyons aucune hâte à acheter Alcoa. Pour l'instant, nous attendrions donc.

Conseil: conserver
Risque: moyen
Rating: 2B

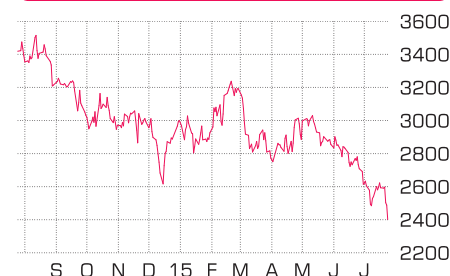
BHP BILLITON



♦ **Cours:** 1.123,50 PNC
 ♦ **Ticker:** BLT Londres
 ♦ **Code ISIN:** GB0000566504



RIO TINTO PLC



♦ **Cours:** 2.400,50 PNC
 ♦ **Ticker:** RIO Londres
 ♦ **Code ISIN:** GB0007188757



ANGLO AMERICAN PLC



♦ **Cours:** 778,00 PNC
 ♦ **Ticker:** AAL Londres
 ♦ **Code ISIN:** GB00B1XZS820



Pas de vacances pour le marché obligataire

La Grèce a capitulé. Ou pas ? A première vue, oui. Le gouvernement grec a accepté un accord pire que tous les précédents. Ce, en sachant qu'il ne résoudra rien. La péninsule est retombée en récession. Selon les premières estimations, elle afficherait un recul de plus de 6% alors que la Troïka tablait sur 2 à 4%. C'est dire que les conditions qu'elle a posées ne seront jamais atteintes.

Idées saugrenues

L'empressement avec lequel le gouvernement grec a imposé à sa population ces restrictions suicidaires pose question. Le mémorandum prévoyait que de telles restrictions devaient être mises en place avant de pouvoir démarrer les négociations sur un troisième plan de sauvetage. C'est donc chose faite. La balle se retrouve dans le camp de la troïka. Et comme l'entente s'y délite, le pire est à craindre. Le *Fonds monétaire international* (FMI) ne veut participer que si une restructuration de la dette figure au programme. Quant aux instances européennes, elles se chamaillent. La mésentente sévit même dans les chancelleries.

L'allemande, par exemple, parle volontiers d'un Grexit temporaire, mais la chancelière Merkel ne l'entend pas de cette oreille. D'autres pays membres proposent à la Grèce qu'elle réinstaure sa drachme. Personne ne se rend

compte que tout cela ne résoudra rien, ni pour la Grèce, ni pour l'Union. La Commission, elle, accepte de prolonger la dette, voire une remise partielle de celle-ci. La *Banque centrale européenne* (BCE) s'inquiète principalement du sort des banques grecques. Elle sait que si ces dernières s'effondrent, le pays en fera autant. Mais elle n'agira pas sans obtenir des garanties fermes des autres membres de la troïka. Il y a finalement autant d'idées saugrenues qu'il y a de négociateurs à la table.

Rééquilibrage

Le problème principal est que les membres européens de la troïka souhaitent conserver l'euro (EUR) coûte que coûte, sans même se soucier de ses fondements. Or pour sauver l'EUR, il

LES DEVISES DIRECTEMENT LIÉES AUX MATIÈRES PREMIÈRES SE SONT EFFONDREES

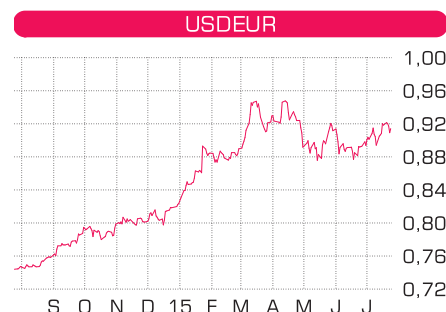
est indispensable de rééquilibrer les comptes intereuropéens. Ce qui n'a strictement rien à voir avec la constitution d'une union bancaire ou l'harmonisation de la fiscalité. Celles-ci sont certes importantes, mais n'ont aucune incidence sur l'EUR. L'Union monétaire ne peut survivre sans mécanisme de redistribution des surplus des uns vers

les déficits des autres. L'Allemagne, très réticente à cette idée, refuse d'aborder le problème de front. On peut la comprendre. Elle verrait ses excédents fondre comme neige au soleil. Dans l'attente d'une avancée dans ce domaine, la zone euro connaîtra crise sur crise et l'EUR sera régulièrement bousculé sur le marché des changes. Ce qui produira inévitablement des tensions, tant au niveau politique que sur les marchés. La BCE ne sera pas en mesure de juguler l'effritement inéluctable de l'EUR. Elle ne dispose d'aucun moyen pour empêcher pareille mésaventure et cela ne fait pas partie de ses prérogatives. Ce problème doit trouver une solution politique.

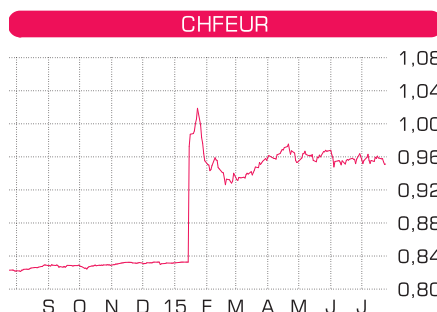
Pour l'heure, les marchés réagissent avec soulagement. Sur le marché des capitaux, l'achat soutenu d'emprunts étatiques et similaires en EUR a fait fléchir les taux d'intérêt. Les titres bancaires grecs étaient particulièrement prisés et ont progressé parfois de plus de 9% en moins d'une semaine. Les titres de pacotille, pour leur part, se sont tassés. Ailleurs, on constatait l'effondrement de tous les emprunts ayant de près ou de loin un lien quelconque avec les matières premières. Leurs cours ont reculé de plus de 9%.

L'euro résiste

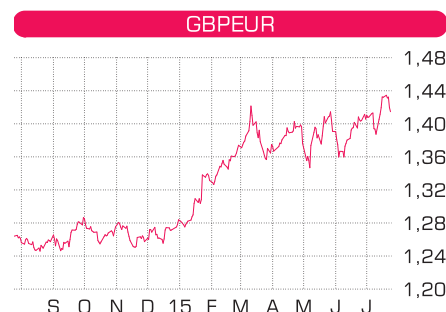
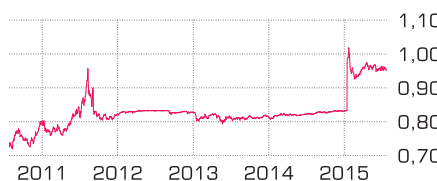
L'EUR a bien résisté sur le marché des changes et s'est redressé face à



► Cours: 0,91 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



► Cours: 0,95 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



► Cours: 1,41 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.**	
CHF	National australia bank	2022	0,35%	100,17%	0,32%	05-08	5000	EB	A	A	CH0289316397	acceptable	-
EUR	Balta group	2022	7,75%	100,00%	7,82%	03-08	100000	LU	C	B	XS1265917481	coupure !	-
EUR	Berlin hannover hypotheckenbank	2021	0,05%	100,00%	0,05%	30-07	1000	FK	A	B	DE000BHY0A64	déconseillée	1
EUR	Dexia credit local	2018	0,20%	100,00%	0,20%	31-07	50000	LU	B	B	XS1268552061	coupure !	2
EUR	Ephios	2023	8,25%	100,00%	8,42%	06-08	100000	LU	C	B	XS1268471494	coupure !	-
EUR	Eurofins scientific	2023	3,88%	99,37%	3,98%	30-07	100000	LU	B	B	XS1268496640	coupure !	3
EUR	Nationwide building society	2020	0,38%	99,49%	0,48%	30-07	100000	LO	A	B	XS1268460885	coupure !	4
GBP	Kreditanstalt fur wiederaufbau	2020	1,63%	99,78%	1,67%	30-07	1000	LU	A	C	XS1268337844	devisé !	-
INR	Banque mondiale	2018	6,38%	100,00%	6,38%	07-08	50000	LU	A	C	XS1268048060	devisé !	-
NZD	Bnp paribas fortis funding	2019	4,30%	101,62%	3,85%	13-08	2000	LU	A	B	XS1241187431	acceptable	-
USD	Fms wertmanagement	2018	1,25%	99,89%	1,29%	30-07	200000	LU	A	C	US30254WAH25	coupure !	5
USD	Kbc ifima	2021	3,00%	101,50%	0,00%	05-08	2000	LU	A	C	XS1254482323	spéculative	6
USD	Kbc ifima	2021	0,00%	101,50%	0,00%	05-08	2000	LU	A	C	XS1257887007	spéculative	-

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.**	
EUR	Gaz capital	2018	3,70%	98,93%	4,08%	25-07	100000	DU	B	B	XS0954912514	ING	2
EUR	Lloyds bank	2020	0,63%	99,19%	0,79%	20-04	100000	LO	A	B	XS1219428957	Fortis	4
EUR	Rzd capital	2023	4,60%	93,00%	5,75%	06-03	100000	DU	B	B	XS1041815116	ING	3
EUR	Volkswagen financial services	2021	0,75%	99,05%	0,90%	14-10	1000	LU	A	B	XS1216647716	KBC	1
USD	Kreditanstalt fur wiederaufbau	2018	1,38%	99,77%	1,44%	03-12	200000	LU	A	C	XS1147754797	KBC	5
USD	Kreditanstalt fur wiederaufbau	2021	3,60%	100,01%	3,62%	26-08	100000	DU	A	C	US500769GB43	Fortis	6

TAUX OBLIGATAIRES

	Niveau	-1 sem.	-1 an	B 12 m.	H 12 m.
Eonia	-0,11%	-0,12%	0,04%	-0,14%	0,20%
Euribor (360 dagen) Euro 3m	-0,02%	-0,02%	0,21%	-0,02%	0,21%
Euribor (360 dagen) Euro 6m	0,05%	0,05%	0,31%	0,05%	0,31%
Euribor (360 dagen) Euro 12m	0,17%	0,17%	0,49%	0,16%	0,49%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	-0,03%	-0,04%	0,15%	-0,16%	0,44%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,29%	0,34%	0,60%	0,04%	0,62%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,92%	1,01%	1,42%	0,29%	1,43%
Rendement des Obligations int. AAA USD	0,91%	0,90%	0,74%	0,60%	0,91%
Rendement des Obligations int. AAA USD	1,78%	1,82%	1,84%	1,39%	1,91%
Rendement des Obligations int. AAA USD	2,68%	2,74%	2,86%	2,03%	2,95%
EUR/USD	1,09%	1,09%	1,34%	1,06%	1,34%

mise à jour 26/07/2015

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

VARIATIONS DE CHANGE

	Cours*	% 2 ans	% 10 ans
AUD	1,5058	5,38%	-4,78%
CAD	1,4320	-1,05%	-2,52%
CHF	1,0512	-13,50%	-32,63%
DKK	7,4615	0,06%	0,01%
GBP	0,7069	-10,64%	2,52%
JPY	135,7000	-0,93%	0,85%
NOK	8,9955	7,87%	14,01%
NZD	1,6670	5,99%	-5,16%
SEK	9,4263	2,84%	-0,24%
USD	1,0939	-18,61%	-8,74%
ZAR	13,8192	-2,33%	71,80%

toutes les autres devises. Sa performance était essentiellement due à la déception causée par le recul conjoncturel signalé aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. On se pose aujourd'hui la question de savoir si la banque centrale de ces deux pays sera capable de relever ses taux directeurs en septembre, comme elle l'avait annoncé. Le dollar (USD) s'est effrité de 0,5%, la livre (GBP) de 1,2%.

Les devises directement liées aux matières premières se sont effondrées. Le real brésilien (BRL) a mené la danse, perdant 5,5%. Le peso mexicain (MXN) lui a emboîté le pas, reculant de 3,3%, le rouble russe (RUB) de 3,1%, le rand sud-africain (ZAR) de 2,9%, le dollar australien (AUD) de 2,3%, son homonyme canadien (CAD) de 1,3%, autant que la couronne norvégienne (NOK). La lire turque (TRY) a cédé 4%.

Le marché obligataire ne connaît tou-

jours pas de vacances. Le marché primaire tourne à plein régime. Les banques continuent d'émettre des emprunts de très grande envergure. Plusieurs entreprises de renom troquent leurs anciens emprunts contre des nouveaux dont les conditions leur sont plus favorables. De plus petites entreprises, souvent de qualité médiocre, sollicitent l'attention des petits épargnants. Leurs émissions rencontrent souvent le succès, grâce à leurs coupons plus que généreux. Elles s'adressent malheureusement aux plus fortunés d'entre nous.

Eurofins Scientific (sans notation), la firme biopharmaceutique implantée dans le monde entier, offre 3,34% de plus que la moyenne du marché avec son émission à 7,5 ans en EUR. Si vous désirez davantage, rabattez-vous sur les emprunts d'émetteurs russes. Le producteur suédois de produits ophtalmologiques **Ephios** (B2) offre encore

plus : 7,75% de mieux que la moyenne du marché. Ces deux émissions font partie des emprunts pourris. Ce qui n'empêche pas qu'elles rencontrent le succès et cotent déjà au-dessus de leur prix de souscription sur le marché gris.

KBC Ifima (A2) lance deux émissions structurées en USD, échéant dans six ans. La première porte un coupon de 3% payable jusqu'en 2018. Il correspondra ensuite à trois fois la différence entre le taux swap à 10 et 2 ans, sans que le résultat puisse être inférieur à 1% ou supérieur à 4,5%. Le rendement se situera donc entre 1,76 et 3,43%. La seconde émission est du même acabit. Le coupon correspondra au résultat le plus avantageux entre 0% et 1,05 fois le taux swap à maturité constante. Deux structures passablement compliquées pour des émissions de très petite envergure qui ne seront pas facilement négociables. Totale-ment déconseillées. ■

Check-list Belgique

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 : 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	14,00	EUR	BRU	14,08	7,40	-35,9	-1.400,0	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	141,35	EUR	BRU	142,60	85,50	16,3	16,9	1,1	2A	Conserver
Aedifica	52,72	EUR	BRU	63,02	48,42	-	-	3,2	2A	Conserver/attendre
Ageas	36,91	EUR	BRU	37,37	23,71	11,2	10,7	3,1	2B	Conserver/attendre
Agfa-gevaert	2,80	EUR	BRU	2,85	1,68	6,7	6,1	0,0	1C	Digne d'achat
Anheuser-bush Inbev	114,15	EUR	BRU	119,65	78,75	23,1	22,0	1,9	2A	Conserver/attendre
Ascencio Demat	55,75	EUR	BRU	64,98	51,07	15,5	15,2	4,2	2A	Conserver
Atenor Group	41,81	EUR	BRU	49,85	35,70	14,2	12,3	3,8	2B	Conserver/attendre
Banimmo A	7,68	EUR	BRU	9,00	6,50	14,8	5,7	0,0	1B	Digne d'achat
Barco	61,55	EUR	BRU	64,85	50,60	24,4	18,8	1,9	1B	Digne d'achat
Befimmo	58,00	EUR	BRU	70,24	54,03	15,9	15,7	4,5	2A	Conserver
Bekaert	25,17	EUR	BRU	29,42	21,90	15,5	11,8	2,6	1B	Digne d'achat
Biocartis	13,40	EUR	BRU	14,95	12,36	-11,1	-14,6	0,0	1C	Digne d'achat
Bone Therapeutics	22,30	EUR	BRU	28,90	16,00	-19,7	-76,9	0,0	1C	Digne d'achat
bpost	25,80	EUR	BRU	27,65	16,71	16,9	16,4	3,6	1A	Digne d'achat
Bque Nat Belgique	3.157,00	EUR	BRU	3.528,00	3.010,00	-	-	3,6	1A	Digne d'achat
Brederode	38,70	EUR	BRU	38,96	27,30	-	-	1,2	2B	Conserver/attendre
Campine	11,55	EUR	BRU	13,29	10,00	-	-	0,0	2C	Conserver
Care Property Invest	13,73	EUR	BRU	17,01	13,14	-	-	3,3	2A	Conserver
Celyad	53,94	EUR	BRU	70,95	28,01	-16,2	-17,1	0,0	3C	Vendre
Cfe	120,95	EUR	BRU	122,45	66,21	18,2	18,4	1,4	2B	Conserver
Cie Bois Sauvage	243,95	EUR	BRU	252,00	190,00	-	-	2,6	2A	Conserver/attendre
Cmb	14,08	EUR	BRU	18,85	12,00	-4,5	-6,5	0,0	1B	Digne d'achat
Co.br.ha.	2.688,00	EUR	EAX	2.699,00	2.001,00	-	-	0,5	2A	Conserver/attendre
Cofinimmo	97,90	EUR	BRU	113,11	83,81	16,0	15,9	4,3	2A	Conserver/attendre
Colruyt	43,78	EUR	BRU	44,45	32,12	18,0	17,4	1,6	2A	Conserver/attendre
Connect Group	1,20	EUR	BRU	1,88	1,14	-	-	0,0	3B	Vendre
Deceuninck	2,19	EUR	BRU	2,32	1,69	21,9	16,9	0,7	1B	Digne d'achat
Delhaize Group	79,33	EUR	BRU	89,98	47,86	16,4	14,5	1,6	2B	Conserver/attendre
Dexia	0,06	EUR	BRU	0,18	0,02	-2,8	-2,8	0,0	3C	Vendre
D'leteren	32,37	EUR	BRU	37,17	27,16	12,3	11,0	1,8	2B	Conserver/attendre
Econocom Group	8,46	EUR	BRU	8,47	4,83	16,3	13,6	0,0	3B	Vendre
Elia	38,23	EUR	BRU	41,28	34,79	16,8	15,4	3,1	1A	Digne d'achat
Euronav	14,30	EUR	BRU	15,29	7,08	8,3	11,1	1,2	1B	Digne d'achat
Evs Broadcast Equipment	26,98	EUR	BRU	39,48	23,52	20,4	13,5	5,1	2B	Conserver/attendre
Exmar	10,56	EUR	BRU	12,45	7,75	11,0	13,7	3,6	2B	Conserver/attendre
Fagron	43,85	EUR	BRU	44,98	29,30	20,3	18,0	1,7	1B	Digne d'achat
Floridienne	92,99	EUR	BRU	94,20	65,00	19,5	12,7	0,0	3B	Vendre
Fluxys Belgium	25,79	EUR	BRU	28,73	24,50	43,0	36,8	3,3	2A	Conserver/attendre
Fountain	1,71	EUR	BRU	3,35	1,69	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Galapagos	51,40	EUR	AMS	55,40	10,00	20,8	-28,9	0,0	3C	Vendre
Gbl	75,95	EUR	BRU	80,69	64,10	20,9	17,4	2,8	2A	Conserver
Gimv	45,08	EUR	BRU	45,08	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	14,61	EUR	BRU	21,25	10,40	15,5	13,4	0,0	3B	Vendre
Hamon	9,33	EUR	BRU	15,15	8,65	10,0	9,4	0,0	3C	Vendre
Home Invest	85,60	EUR	BRU	95,80	80,55	34,9	31,8	3,5	2A	Conserver
Iba	28,25	EUR	BRU	28,50	10,61	44,1	31,4	0,5	2C	Conserver/attendre
Iep Invest	5,13	EUR	BRU	5,74	3,03	-	-	68,9	2B	Conserver/attendre
Immobel	48,73	EUR	BRU	52,88	39,65	13,8	9,4	2,4	1A	Digne d'achat
Intervest Offices	22,62	EUR	BRU	27,50	19,75	12,2	13,3	5,2	2B	Conserver
Jensen Group	20,44	EUR	BRU	21,40	13,46	12,0	11,6	1,5	2A	Conserver/attendre
Kbc	63,54	EUR	BRU	65,43	36,53	12,9	12,6	2,3	2B	Conserver/attendre
Kbc Ancora	38,11	EUR	BRU	38,80	20,20	22,0	-158,8	2,7	2B	Conserver/attendre
Kinopolis Group	37,16	EUR	BRU	41,15	26,63	25,3	22,8	1,4	2A	Conserver/attendre
Leasinvest (sicafi)	87,94	EUR	BRU	97,99	77,50	17,3	16,2	4,0	2A	Conserver
Lotus Bakeries	1.343,75	EUR	BRU	1.419,00	901,00	25,8	24,5	0,7	2A	Conserver
MdxHealth	4,80	EUR	BRU	5,88	3,11	-13,7	-53,3	0,0	1C	Digne d'achat
Melexis	53,74	EUR	BRU	60,94	28,60	20,7	19,0	1,3	2A	Conserver
Miko	85,50	EUR	BRU	89,25	64,00	-	-	1,2	2A	Conserver
Mithra Pharmaceuticals	11,92	EUR	BRU	12,35	10,90	-	-	0,0	1C	*Digne d'achat
Mobistar	18,54	EUR	BRU	21,43	13,72	23,5	19,5	7,7	2B	Conserver
Montea	34,99	EUR	BRU	38,50	30,50	16,8	15,6	2,0	2A	Conserver
Moury Construct	121,10	EUR	BRU	138,00	110,00	-	-	2,2	1B	Digne d'achat
Nyrstar	2,85	EUR	BRU	3,94	1,95	17,8	6,1	0,0	1C	*Digne d'achat
Ontex	26,47	EUR	BRU	29,74	17,23	16,6	15,1	0,5	2B	Conserver/attendre
Option	0,24	EUR	BRU	0,41	0,24	-24,5	24,5	0,0	3C	Vendre
Pairi Daiza	55,69	EUR	EAX	56,01	44,00	-	-	2,9	1B	Digne d'achat



	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
Picanol	55,03	EUR	BRU	56,64	23,30	13,5	12,6	0,2	1B	Digne d'achat
Proximus	34,08	EUR	BRU	35,88	24,03	20,5	20,0	3,3	2A	Conserver/attendre
Quest for Growth	10,27	EUR	BRU	10,46	6,75	-	-	13,9	2B	Conserver/attendre
Realdolmen	19,62	EUR	BRU	22,98	15,80	8,5	-	0,0	2B	Conserver
Recticel	5,26	EUR	BRU	6,27	3,81	17,0	11,4	3,0	1B	Digne d'achat
Resilux	168,75	EUR	BRU	171,00	94,80	28,1	18,9	0,9	1A	Digne d'achat
Retail Estates	71,01	EUR	BRU	76,97	58,92	17,3	15,7	3,1	2A	Conserver
Rosier	198,01	EUR	BRU	209,99	186,00	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Roularta	14,51	EUR	BRU	16,10	10,79	8,2	8,0	0,0	-	Pas de rating (éditeur IB)
Saptec	29,40	EUR	BRU	42,10	27,05	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Sioen	15,95	EUR	BRU	16,00	9,35	17,3	16,4	1,8	2B	Conserver/attendre
Sipef	47,60	EUR	BRU	61,50	45,10	18,7	14,0	2,0	1B	Digne d'achat
Smartphoto Group	0,47	EUR	BRU	0,49	0,25	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Sofina	105,20	EUR	BRU	107,75	78,16	-	-	1,7	2A	Conserver
Softimat	2,01	EUR	EAX	3,02	2,00	-	-	23,1	2A	Conserver
Solvac Nom	134,05	EUR	BRU	142,30	116,10	-	-	3,7	2A	Conserver/attendre
Solvay	126,85	EUR	BRU	141,10	104,05	16,3	13,9	2,0	2B	Conserver/attendre
Telenet Group Holding	50,87	EUR	BRU	57,00	38,02	30,6	27,1	0,0	2B	Conserver/attendre
Ter Beke	79,54	EUR	BRU	80,25	55,10	14,5	12,5	2,5	2B	Conserver
Tessengerlo	34,73	EUR	BRU	37,01	18,32	20,9	16,8	0,0	2B	Conserver/attendre
Texaf	34,70	EUR	BRU	37,55	28,00	23,1	20,1	1,0	1B	Digne d'achat
Thrombogenics	5,47	EUR	BRU	10,18	4,75	-4,6	-6,3	0,0	2C	Conserver/attendre
Tigenix Nv	0,82	EUR	BRU	0,85	0,48	-6,8	-7,5	0,0	2C	Conserver/attendre
TINC	11,18	EUR	BRU	11,47	10,64	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Tubize (fin)	57,51	EUR	BRU	63,21	48,05	-	-	0,6	2A	Conserver/attendre
Ucb	70,57	EUR	BRU	75,62	59,01	35,8	27,5	1,1	2A	Conserver/attendre
Umicore	39,28	EUR	BRU	46,33	29,74	18,5	16,0	2,0	2B	Conserver/attendre
Van De Velde	57,78	EUR	BRU	58,99	36,30	18,5	17,2	4,5	2A	Conserver
Vastned Retail Belgium	55,00	EUR	BRU	62,93	52,00	21,5	20,9	3,4	2A	Conserver
Vranken-Pommery	28,53	EUR	PAR	29,60	21,75	23,2	18,3	3,4	1B	Digne d'achat
Warehouses De Pauw	72,86	EUR	BRU	76,69	52,30	16,0	14,5	3,5	2A	Conserver
Warehouses Estates Belgium	60,90	EUR	BRU	68,98	58,00	-	-	4,2	2A	Conserver
Wereldhave B Sicafi	95,30	EUR	BRU	113,95	84,00	16,2	15,9	3,6	2A	Conserver
Zenitel	1,05	EUR	BRU	1,29	0,78	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Zetes Industries	29,39	EUR	BRU	29,95	19,10	16,5	13,3	1,6	2B	Conserver

Check-list Europe

	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
7C Solarparken	2,25	EUR	FRA	2,40	1,28	32,1	18,8	0,0	1B	Digne d'achat
Adidas	71,46	EUR	XTR	78,05	52,94	20,4	18,2	2,1	1A	Digne d'achat
Aegon	7,11	EUR	AMS	7,70	5,69	10,0	9,0	3,3	2B	Conserver/attendre
Ahold	17,75	EUR	AMS	19,89	11,56	17,1	15,6	2,8	2A	Conserver
Air France - Klm	6,63	EUR	PAR	9,28	5,68	-16,2	6,0	0,0	1C	Digne d'achat
Aker Asa Group	169,50	NOK	OSL	245,50	136,00	6,1	4,4	5,8	1A	Digne d'achat
Alcatel - Lucent	3,37	EUR	PAR	4,57	1,78	19,8	13,0	0,0	2B	Conserver/attendre
Anglo American Plc	778,00	PNC	LON	1.662,00	804,90	1.318,6	1.080,6	6,2	1B	*Digne d'achat
Anglo Eastern Plantations	640,00	PNC	LON	690,00	539,00	-	-	0,5	1A	Digne d'achat
ArcelorMittal	7,86	EUR	AMS	11,75	7,75	-30,2	15,4	1,9	1B	Digne d'achat
Areva	8,41	EUR	PAR	16,05	7,27	-5,8	-14,0	0,0	1B	Digne d'achat
Asian Bamboo Ag	0,25	EUR	XTR	1,20	0,22	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Asian Citrus	10,62	PNC	LON	15,00	5,30	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
ASML	90,04	EUR	AMS	104,85	61,58	27,0	21,9	0,8	2B	Conserver/attendre
Banco Santander	6,55	EUR	MAD	7,96	5,77	12,4	11,1	6,1	1B	Digne d'achat
BASF	79,10	EUR	XTR	97,22	64,27	14,5	12,8	3,4	2A	Conserver/attendre
Bayer	133,55	EUR	MAD	146,70	92,00	18,9	16,8	1,7	2A	Conserver/attendre
Beiersdorf	79,18	EUR	FRA	84,32	60,86	28,0	25,8	0,9	1A	Digne d'achat
BHP Billiton	1.123,50	PNC	LON	2.102,53	1.160,00	1.221,2	1.937,1	6,8	1B	Digne d'achat
Black Earth Farming Ltd	3,85	SEK	STO	5,75	2,65	7,0	6,6	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
BMW	91,64	EUR	XTR	123,75	74,74	9,8	9,2	3,1	2A	Conserver/attendre
BNP Paribas	57,21	EUR	PAR	59,69	43,14	10,7	9,3	2,9	2B	Conserver/attendre
Bolloré	5,08	EUR	PAR	5,40	3,31	33,9	31,7	1,2	2B	Conserver/attendre
Boskalis	44,70	EUR	AMS	48,53	36,59	14,1	14,2	3,5	1A	*Digne d'achat
BP	394,70	PNC	LON	504,00	242,10	1.518,1	1.273,2	6,1	2C	Conserver/attendre
Carrefour	31,20	EUR	PAR	33,24	21,42	18,5	16,4	2,4	2B	Conserver/attendre
Casino	68,20	EUR	PAR	95,18	63,66	16,0	14,1	4,4	1A	Digne d'achat
CFAO	31,40	EUR	PAR	33,50	28,20	-	-	2,8	1B	Digne d'achat
CGG	4,44	EUR	PAR	8,87	4,25	-6,5	-24,7	0,0	2B	Conserver/attendre
Compagnie des Alpes	17,60	EUR	PAR	17,60	14,28	16,1	13,9	2,0	1B	Digne d'achat
Danone	61,84	EUR	PAR	67,74	49,84	21,1	19,3	2,5	2A	Conserver/attendre
Delta Lloyd Groupe	15,68	EUR	AMS	19,44	14,37	6,8	7,0	6,4	2B	Conserver/attendre
Doro Ab	43,40	SEK	STO	49,80	25,10	17,2	10,3	0,0	1B	Digne d'achat
DSM	52,26	EUR	AMS	55,37	42,40	21,2	18,0	3,1	1A	Digne d'achat
E.ON	12,20	EUR	XTR	15,46	11,59	14,5	15,2	4,2	2B	Conserver
Edf	21,05	EUR	PAR	26,12	19,52	10,4	10,6	5,9	2A	Conserver
Electrolux	254,30	SEK	STO	282,80	164,20	23,7	15,9	2,5	2B	Conserver/attendre
Essilor	118,65	EUR	PAR	121,10	71,16	31,1	27,8	0,9	2A	Conserver/attendre



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

Financière de l'Odet	1.083,00	EUR	PAR	1.138,80	765,10	-	-	0,1	2A	Conserver
Fonc. Fin. Part. (FFP)	74,50	EUR	PAR	80,10	42,21	13,3	9,9	2,7	3B	Vendre
Fred Olsen Energy	40,75	NOK	OSL	154,40	40,75	2,1	3,2	48,6	1B	Digne d'achat
Fresenius SE	62,54	EUR	XTR	64,56	35,09	25,1	22,0	0,7	2A	*Conserver/attendre
Fugro	19,20	EUR	AMS	30,79	8,67	22,1	15,7	7,9	2A	Conserver/attendre
Gamesa	16,33	EUR	MAD	16,74	6,44	25,1	21,2	0,4	2B	Conserver/attendre
Ganger Rolf	62,00	NOK	OSL	111,50	57,00	-	-	5,1	1B	Digne d'achat
Gdf Suez	17,37	EUR	PAR	20,57	16,08	14,6	13,1	5,6	2A	Conserver
GlaxosmithKline	1.338,50	PNC	LON	1.645,00	1.296,50	1.652,5	1.556,4	5,9	1A	Digne d'achat
Glencore	2,98	EUR	XTR	4,78	2,97	24,8	16,6	5,3	2B	Conserver/attendre
HAL Trust	162,37	EUR	AMS	164,55	106,05	20,4	19,5	3,2	3A	Vendre
Henkel	107,80	EUR	XTR	115,70	72,16	22,5	20,7	1,2	2A	Conserver/attendre
Imtech	4,00	EUR	AMS	126,50	2,95	-7,0	57,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Inditex	30,70	EUR	MAD	31,45	19,29	33,0	29,2	1,8	2B	Conserver/attendre
Ing Groep	15,56	EUR	AMS	16,00	9,49	12,9	13,0	0,8	2B	Conserver/attendre
Julius Baer	53,65	CHF	ZUR	54,55	33,77	16,3	15,0	1,9	1B	Digne d'achat
K + S Ag	36,73	EUR	XTR	40,28	19,12	13,7	15,0	2,5	2B	Conserver/attendre
KPN	3,54	EUR	AMS	3,62	2,13	70,8	44,2	2,0	2B	Conserver/attendre
Lafarge	60,49	EUR	PAR	67,16	48,51	20,7	16,1	2,1	1B	Digne d'achat
Lanxess	53,44	EUR	XTR	56,50	33,52	24,9	16,5	0,9	1B	Digne d'achat
L'Oréal	169,40	EUR	PAR	181,30	117,05	27,1	25,2	1,6	2B	Conserver
LVMH	166,05	EUR	PAR	175,40	109,41	21,1	18,9	1,9	2A	Conserver/attendre
Lyxor Gold Bullion Securities	94,64	EUR	PAR	111,91	85,15	-	-	-	1B	Digne d'achat
Marine Harvest	100,30	NOK	OSL	110,30	75,20	15,7	11,5	4,6	3B	Vendre
Maurel Et Prom	6,04	EUR	PAR	12,00	6,00	43,1	9,4	0,0	2B	Conserver
Medivir B	91,25	SEK	STO	140,50	69,00	12,7	35,1	0,0	2B	Conserver/attendre
Michelin	96,65	EUR	PAR	103,90	65,10	12,0	10,8	2,5	1B	Digne d'achat
Mp Evans Group Plc	410,00	PNC	LON	500,00	359,75	1.366,7	1.025,0	2,1	1B	Digne d'achat
Nestlé	72,05	CHF	ZUR	77,00	64,15	21,4	20,0	3,1	1A	Digne d'achat
Nokia Corporation	6,20	EUR	HEL	7,87	5,65	20,7	18,2	2,4	3B	Vendre
Novartis	98,65	CHF	ZUR	103,20	76,05	19,8	18,4	2,6	2A	Conserver
Orpea	69,20	EUR	PAR	69,70	42,81	26,1	22,3	1,2	2A	Conserver/attendre
Pernod-Ricard	109,75	EUR	PAR	117,75	82,23	21,6	19,2	1,5	3A	Vendre
Philips	24,18	EUR	AMS	28,00	20,69	18,5	14,5	3,3	2A	Conserver/attendre
PNE Wind	2,33	EUR	FRA	2,96	1,92	10,1	2,6	0,0	1B	Digne d'achat
Polarcus Ltd	0,30	NOK	OSL	3,35	0,26	-0,3	-0,5	0,0	1C	Digne d'achat
Purecircle Ltd	397,50	PNC	LON	635,00	288,00	3.250,0	4.416,7	0,0	1B	Digne d'achat
Renault	91,18	EUR	PAR	100,25	49,50	9,5	7,7	2,0	2B	Conserver/attendre
Rio Tinto Plc	2.400,50	PNC	LON	3.530,50	1.785,00	1.548,7	1.395,6	5,4	1B	Digne d'achat
Roche	277,30	CHF	ZUR	295,80	238,80	19,6	18,0	2,9	2A	Conserver/attendre
Royal Dutch Shell A	24,95	EUR	AMS	31,13	24,30	19,5	15,5	6,8	1B	Digne d'achat
SABMiller Plc	3.379,00	PNC	LON	3.857,00	3.105,00	2.223,0	2.047,9	2,1	2A	Conserver/attendre
Sanofi	98,17	EUR	PAR	99,83	69,58	17,3	16,6	2,9	2A	Conserver/attendre
SAP	66,49	EUR	XTR	70,81	50,08	18,1	16,6	1,6	3B	Vendre
Sbm Offshore	10,40	EUR	AMS	13,40	8,11	7,9	6,7	0,0	1C	Conserver/attendre
Seadrill	71,80	NOK	OSL	236,30	70,50	30,3	37,8	0,0	1B	Digne d'achat
Seb	90,72	EUR	PAR	92,49	57,26	20,7	17,9	1,6	1B	Digne d'achat
Siemens	93,16	EUR	XTR	106,35	80,17	14,8	13,4	3,5	2A	Conserver/attendre
South32	82,75	PNC	LON	120,26	52,57	486,8	591,1	0,0	1B	Digne d'achat
Standard Chartered	968,00	PNC	LON	1.261,04	557,50	1.152,4	997,9	5,6	2B	Conserver/attendre
Statoil	134,30	NOK	OSL	190,10	118,20	18,8	13,3	5,2	1A	Digne d'achat
Suedzucker Ag	15,63	EUR	XTR	16,70	9,89	68,0	27,0	1,6	1B	Digne d'achat
Swatch Group	410,40	CHF	ZUR	510,00	350,00	17,6	15,8	1,8	1A	Digne d'achat
Syngenta	401,70	CHF	ZUR	435,20	273,20	23,1	20,2	2,8	2A	Conserver/attendre
Technip	49,44	EUR	PAR	72,00	44,91	9,7	10,8	4,0	1B	Digne d'achat
Telefonica	13,80	EUR	MAD	14,12	10,76	18,2	16,4	4,2	2B	Conserver/attendre
Telenor	181,00	NOK	OSL	186,10	128,90	17,6	15,8	4,0	2A	Conserver/attendre
TomTom	10,32	EUR	AMS	10,59	5,01	49,2	29,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Total	44,24	EUR	PAR	52,36	38,25	12,8	11,3	5,5	1A	Digne d'achat
Tullow Oil	248,20	PNC	LON	768,50	248,70	3.545,7	1.551,2	1,6	1B	Digne d'achat
Unilever Nv	40,90	EUR	AMS	42,75	28,75	22,2	20,7	2,9	2A	Conserver/attendre
Vedanta Resources	432,30	PNC	LON	1.125,00	353,21	8.646,0	847,6	9,1	1C	Digne d'achat
Velcan	11,99	EUR	EAX	14,85	8,84	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund	2,65	USD	LON	2,73	1,35	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinci	55,96	EUR	PAR	57,66	39,65	16,1	15,1	3,1	1B	Digne d'achat
Vivendi	24,22	EUR	PAR	24,83	17,32	44,9	42,5	13,1	1B	Digne d'achat
Vodafone Group Plc	238,45	PNC	LON	258,00	179,10	4.769,0	3.974,2	4,8	2B	Conserver/attendre
Volkswagen VA	189,80	EUR	XTR	262,45	147,40	8,0	7,2	2,5	2A	Conserver/attendre
Vopak	46,33	EUR	AMS	54,32	32,32	18,1	16,7	1,9	2B	Conserver/attendre
Yara International	427,50	NOK	OSL	444,60	281,00	11,5	11,5	3,0	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.

