



Pour tout conseil en placement

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

21 août 2015 - n° 34B

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

ACTIONS 2-5

bpost
Melexis
Michelin
Potash Corp

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Volkswagen

DÉRIVÉS 8

Miser sur une hausse du cours du café

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

Lotus Bakeries
Aegon
Delta Lloyd
Nestlé

OPTIONS 10

Royal Dutch Shell

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

OCI
Petrobras

PORTEFEUILLE 12

Wilmar International

Index d'actions

Aegon	9
bpost	2
Delta Lloyd	9
Lotus Bakeries	9
Melexis	3
Michelin	4
Nestlé	9
OCI	10
Petrobras	11
Potash Corp	5
Royal Dutch Shell	10
Volkswagen	7
Wilmar Int	12

A fond sur la pédale de freins

Au cours de la période comprise entre 2008 et 2013, nous avons connu six années successives de baisse des ventes de nouvelles voitures sur le marché automobile européen. Une évolution unique et à la fois inquiétante pour les constructeurs automobiles européens, qui les a progressivement contraints à partir en quête de croissance dans les marchés émergents, plus prometteurs, la Chine en tête. En 2015, ce marché mondial des véhicules semble avoir amorcé un virage à 180 degrés. En juillet p. ex., le nombre de nouveaux véhicules vendus affichait une hausse de 7,4 % par rapport au même mois l'an dernier. Cette évolution confirmait celle affichée les six premiers mois, où la croissance moyenne, pour l'Union européenne, est ressortie à 9 %. Aux États-Unis également, le marché automobile a continué sur la voie de la reprise. Dans la mesure où le redressement s'y était amorcé plus tôt que chez nous, le rythme de progression (4 %) du 1^{er} semestre est logiquement légèrement plus lent.

Les problèmes se concentrent au niveau des pays émergents : les ventes de véhicules personnels ont reculé de 2,5 % en juillet en Chine, et **Ford Motor** anticipe notamment un repli des ventes automobiles en Chine pour la première fois depuis 2008. La plupart des estimations font encore état d'une légère progression. Compte tenu de sa croissance spectaculaire (en 2005 et 2010, p. ex., 24 % par an !), la Chine est devenue, et de loin, le premier marché automobile du monde. L'an dernier, avec 19,7 millions de véhicules personnels vendus, elle a flirté avec le cap des 20 millions, ce qui représente à peu de choses près le total annuel des ventes européennes

(12 millions) et américaines (8 millions) de nouvelles voitures. A titre de comparaison : en 2010, les ventes de nouveaux véhicules personnels chinois atteignaient encore 13,7 millions. Le ralentissement actuel du marché automobile chinois est donc une préoccupation pour le secteur. Ces derniers mois, les stocks de voitures ont considérablement augmenté, menaçant la Chine d'une guerre des prix. Le repli est encore plus marqué dans deux autres pays BRIC : au 1^{er} semestre, les ventes de nouveaux véhicules au Brésil ont reculé de 20 %, et en Russie de 36 %. La situation de récession économique ailleurs dans le monde fait également pression sur les ventes automobiles.

A nouveau bon marché

Au cours des 4 derniers mois (entre avril et juillet), les actions des constructeurs automobiles ont donc connu une sensible baisse. Leurs lourds investissements visant à accroître le chiffre d'affaires dans les pays émergents n'ont en effet pas porté les fruits espérés. La plupart des groupes se montrent donc prudents par rapport au 2^e semestre en marge de la publication de résultats semestriels corrects, voire bons. Tous pointent du doigt les conditions de marché « difficiles » en Chine, au Brésil et en Russie.

Nous pensons cependant que l'actualité défavorable en provenance des marchés émergents est progressivement intégrée dans la valorisation des actions européennes. C'est particulièrement vrai pour **Volkswagen** : l'action est actuellement (très) bon marché. C'est pourquoi nous y consacrons le *Flash* (page 7) de cette semaine, avec un relèvement de conseil et un ordre d'achat pour le portefeuille modèle. ■

Actions belges

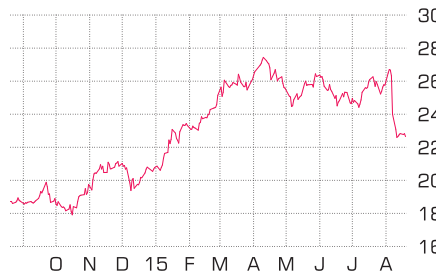
DISTRIBUTION

bpost

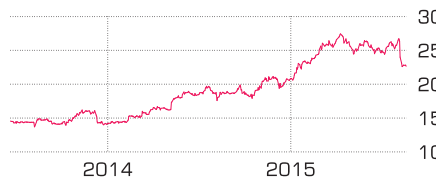


Comme s'il s'agissait d'une entreprise de croissance qui avait dû avouer une rupture dans la hausse de ses résultats. C'est avec cette violence que le marché a réagi à l'accélération de la baisse du trafic postal domestique annoncée par bpost. L'action a subitement perdu 15% au motif que la contraction du trafic postal s'était accélérée à 6,1%, contre à peine 4,4% l'an dernier. Une réaction excessive, mais de nombreux actionnaires ont surtout vu dans cette mauvaise nouvelle une excuse parfaite pour procéder à des prises de bénéfice. Alors que sur le plan fondamental, rien ou presque n'a changé. bpost continue d'exécuter la stratégie qui lui a valu tant de succès dernières années : compenser la contraction de son cœur d'activités par de nouvelles activités, ainsi que par des gains d'efficacité et autres économies de coûts constants. Et de ce côté, bpost n'a pas failli au 1^{er} semestre. Les cash-flows opérationnels (EBITDA) ont reculé de 1,2%, le bénéfice opérationnel (EBIT) de 1,5%. La direction confirme également l'objectif formulé précédemment : un EBIT stable pour cette année, même s'il tient à présent compte d'une baisse en volume de 6% du trafic postal domestique sur l'ensemble de l'année 2015. Celle-ci provient surtout des courriers publicitaires,

BPOST



Cours: 22,65 EUR
Ticker: BPOST Bruxelles
Code ISIN: BE0974268972



en particulier des entreprises de vente par correspondance et des banques. La baisse du trafic postal a affecté l'EBITDA de bpost à concurrence de 27 millions au 1^{er} semestre, sur un total de 336 millions. La baisse des compensations de l'Etat pour le contrat de gestion et la suppression de quelques activités peu rentables dans le trafic postal international ont également écremé l'EBITDA à concurrence de 8 et 10 millions EUR. Mais le groupe affiche une croissance impressionnante dans la distribution de paquets, à la fois en Belgique et au niveau international. L'augmentation des volumes des grands e-tailers a certes pesé sur les prix moyens facturés, mais la croissance organique du chiffre d'affaires (CA) s'établit quand même à 24 millions EUR. Ce qui a donné lieu, notamment grâce à des effets de change favorables, à une augmentation équivalente de

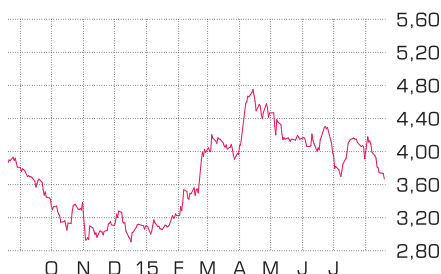
l'EBITDA. Les expéditions de lait en poudre vers la Chine ont également repris. Malgré l'intensification de la concurrence, bpost prévoit une croissance constante de près de 10% dans le segment des paquets. A la fin de l'année, bpost fonctionnera avec plus de 800 équivalents temps plein en moins par rapport au début 2015. Au cours du 1^{er} semestre, cela a donné lieu à une augmentation de l'EBITDA de 22 millions EUR, qui a presque suffi à compenser la baisse du trafic postal domestique. En raison de la chute du cours de l'action, la valorisation peut à nouveau être qualifiée d'assez attrayante. La valeur d'entreprise (EV) correspond à environ 7 fois l'EBITDA, un niveau à peine supérieur à celui d'autres entreprises postales européennes pour un rendement de dividende 5% plus élevé. Ce dividende est également stable chez bpost, grâce aux résultats solides et au bilan extrêmement robuste. bpost dispose d'une position nette de trésorerie de 720 millions EUR, qui grossit chaque année grâce à des cash-flows libres totalisant 360 millions EUR. ■

Conclusion

Nous avons toujours recommandé bpost pour son dividende attrayant et stable, surtout par rapport aux taux à long terme. La forte hausse des cours (+80%) au cours des 9 premiers mois de sa carrière boursière constituée à ce titre un bonus inattendu. L'action reste attrayante depuis la récente correction.

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

POSTNL KONINKLIJKE



Cours: 3,67 EUR
Ticker: PNL Amsterdam
Code ISIN: NL0009739416



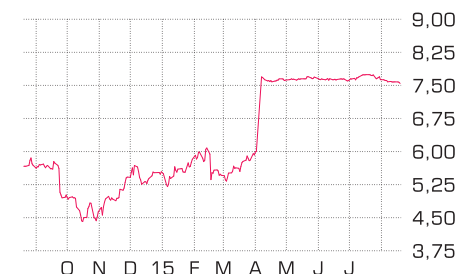
DEUTSCHE POST



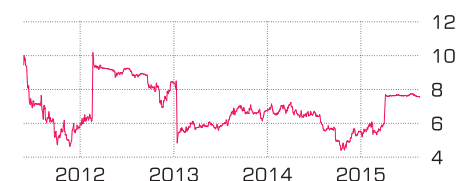
Cours: 25,85 EUR
Ticker: DPW Francfort
Code ISIN: DE0005552004



TNT EXPRESS



Cours: 7,54 EUR
Ticker: TNTE Amsterdam
Code ISIN: NL0009739424



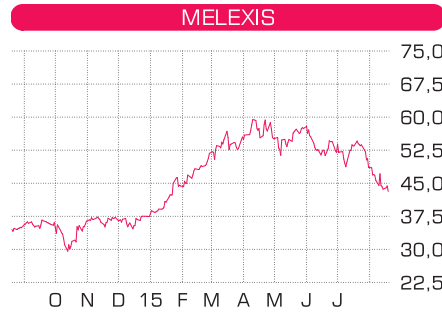
Actions européennes

TECHNOLOGIE

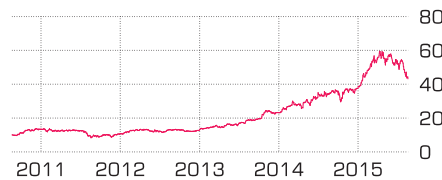
Melexis



Le spécialiste belge des semi-conducteurs pour le secteur automobile (88% du chiffre d'affaires) sort d'une succession de trimestres impressionnants. Pourtant, l'action a perdu près d'un quart de sa valeur depuis son cours record à près de 61 EUR au printemps. Les investisseurs semblent peu à peu prendre conscience qu'elle était devenue trop chère et qu'il était difficile de maintenir de tels taux de croissance. Pour autant, Melexis affiche toujours un gain de 20% par rapport au début de l'année. Le producteur de semi-conducteurs a profité de l'appréciation du dollar (USD), qui a ajouté 14% sur base annuelle et 4% sur base trimestrielle à l'augmentation du chiffre d'affaires (CA). Près de 40% des ventes proviennent de la zone euro, mais la part de l'Asie se monte à 46% et celle des Amériques du Nord et du Sud à 15%. Le CA du groupe a progressé de 24% au 2^e trimestre, à 101,8 millions EUR. Au terme des 6 premiers mois de l'année 2015, le CA s'établit à 196,2 millions EUR (+24%), l'impact du cours de change et donc l'augmentation nette du CA ressortant tous deux à 12%. La division Capteurs affiche à nouveau des performances supérieures à la moyenne, ce qui confirme la tendance de ces derniers trimestres. Melexis assure la conception



♦ **Cours:** 43,16 EUR
 ♦ **Ticker:** MELE Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0165385973



de ses semi-conducteurs, mais la production proprement dite est sous-traitée. Conséquence : les coûts restent faibles, ce qui se traduit par un bénéfice brut de 49,6 millions EUR et une marge de 48,7%, contre 47,9% il y a un an. Le bénéfice opérationnel (EBIT) s'établit à 28,5 millions EUR, ce qui représente une marge d'EBIT de 28%, contre 27,3% il y a un an. Le bénéfice net a gagné 17% à près de 25 millions EUR ou 0,62 EUR par action. Le tout porte le bénéfice total du semestre à 1,29 EUR. En Europe, les ventes automobiles ont progressé de 8,2% sur base annuelle au 1^{er} semestre, à 7,17 millions d'unités. Juin a été le 22^e mois consécutif de hausse des ventes. En Chine, la croissance n'a pas dépassé 1,4%. Avec 11,85 millions de voitures vendues entre janvier et juin, la Chine reste cependant – et de loin – le plus grand marché automobile au monde. Aux

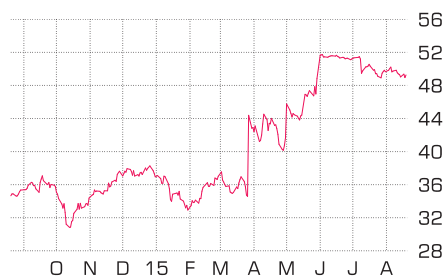
Etats-Unis, les ventes de voitures ont augmenté de 3,2% en juillet par rapport au mois précédent, pour atteindre 17,55 millions sur base annuelle. Melexis a clos le 1^{er} semestre avec 80,9 millions EUR de liquidités, contre 53,3 millions EUR il y a un an. La dette à long terme s'élève à environ 19,9 millions EUR. Le dividende intermédiaire qui sera versé fin octobre a été relevé de 30% et s'établit désormais à 1,3 EUR (brut). Le marché s'est montré légèrement déçu, car certains observateurs attendaient une augmentation plus prononcée. Pour le 3^e trimestre, la direction prévoit des performances opérationnelles au niveau de la période précédente. Pour l'ensemble de l'exercice, Melexis table sur une croissance du CA de 20 à 25% (gains de change compris). Il s'établirait ainsi entre 400 et 415 millions EUR. La marge brute et la marge opérationnelle atteindront respectivement au moins 47% et 26%. Ces prévisions sont basées sur un cours de change EUR/USD de 1,1. ■

Conclusion

Malgré une correction sensible depuis son plus haut, l'action Melexis reste plus chère que la moyenne de ces 5 dernières années, à 17 fois les bénéfices attendus. Cette valorisation tendue est certes compensée en partie par la croissance et la hausse du dividende, mais nous préférons attendre que l'action perde encore un peu de terrain avant d'en recommander à nouveau l'achat.

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

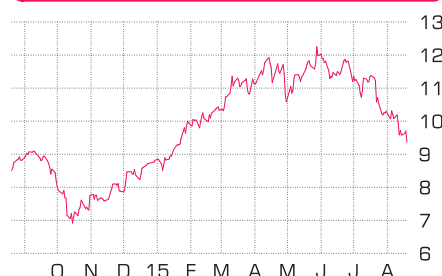
ALTERA CORP.



♦ **Cours:** 49,27 USD
 ♦ **Ticker:** ALTR NASDAQ
 ♦ **Code ISIN:** US0214411003



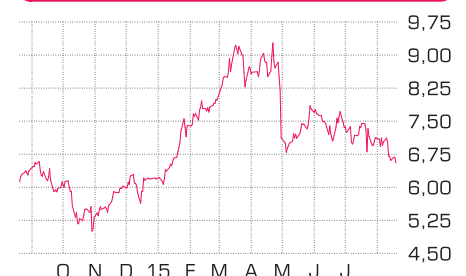
INFINEON TECHNOLOGIES



♦ **Cours:** 9,37 EUR
 ♦ **Ticker:** IFX Francfort
 ♦ **Code ISIN:** DE0006231004



STMICROELECTRONICS



♦ **Cours:** 6,56 EUR
 ♦ **Ticker:** STM Paris
 ♦ **Code ISIN:** NL0000226223

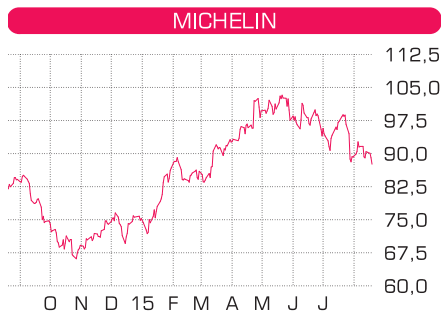


Actions hors Europe

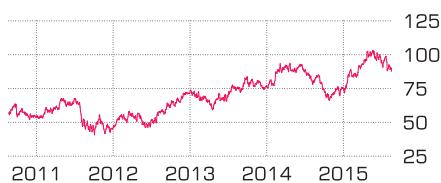
AUTOMOBILE Michelin



Actif dans 170 pays et avec une part de marché mondiale proche de 15%, Michelin est le premier producteur mondial de pneumatiques. L'entreprise française a d'ailleurs figuré dans le portefeuille modèle de l'automne 2013 au printemps 2014 et s'est très bien comportée. Fondée en 1889, Michelin est naturellement un nom ronflant dans l'industrie automobile, avec de plus une mascotte célèbre dans le monde entier. Le groupe a produit plus de 170 millions de pneus l'an dernier. Michelin est la marque « premium » au niveau mondial. Avec *BFGoodrich*, le groupe propose également une marque spécifique pour les voitures de sport et les SUV. Les grandes marques continentales sont par ailleurs *Kleber* en Europe, *Uniroyal* en Amérique du Nord et *Warrior* en Chine. Relevons, dans la stratégie du groupe, le renforcement de la fiabilité de ces marques et la volonté d'être un leader en matière de technologie comme d'innovation. Le groupe peut ainsi acquérir un avantage compétitif et accroître la fidélité des consommateurs. Dans le prolongement de cette idée, la grande priorité stratégique est le leadership dans certains « pneus spécialisés ». Les spécialisations sur lesquelles mise particulièrement et dont se targue Michelin



▀ **Cours:** 87,59 EUR
 ▀ **Ticker:** ML Paris
 ▀ **Code ISIN:** FR0000121261



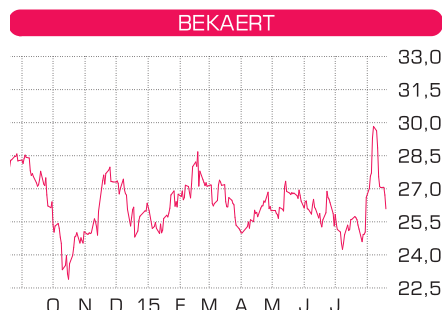
sont les engins miniers et agricoles, ainsi que les avions (26,5% du résultat opérationnel en 2014). Bien entendu, il est au moins aussi essentiel de profiter au maximum de la croissance des pays émergents. L'an dernier, Michelin y réalisait déjà près d'un tiers de son chiffre d'affaires (CA). Leur part doit atteindre au moins 45% d'ici à 2020. Trois nouvelles usines ont été ouvertes dans les pays BRIC (*Pau Brasil*, *Shenyang 2* et *Chennai*) ces dernières années. Investissement total : 2,75 milliards EUR. L'objectif est à présent de réaliser 1,2 milliard EUR de gains de compétitivité entre 2012 et 2016. Après 3 ans (2012-2014), 703 millions EUR ont déjà été réalisés. Un des incontestables points forts de l'entreprise est et reste son bilan très solide, avec un rapport dette nette/fonds propres d'à peine 7%. L'an dernier, selon la direction, 700 millions EUR de cash-flows

libres structurels ont été réalisés. Ainsi le dividende a-t-il pu être maintenu à 2,50 EUR par action, et 293 millions EUR d'actions ont été rachetées. Les résultats semestriels 2015 sont en partie inférieurs aux attentes moyennes des analystes. Le chiffre d'affaires (CA) de 10,5 milliards EUR est encore de 0,2 milliard EUR supérieur au consensus et de 8,6% plus élevé qu'au cours de la même période l'an dernier. Le bénéfice opérationnel récurrent (hors éléments exceptionnels) a progressé dans les mêmes proportions, à 1,26 milliard EUR, contre 1,29 milliard EUR attendus. La marge d'EBIT reste donc inchangée à 12%, ce qui suppose que l'amélioration espérée n'a pas pu se confirmer. La croissance en volumes de 2,4% fut supérieure à la moyenne du marché. Pour l'ensemble de l'année 2015, la direction continue de tableur sur une progression de l'EBIT à taux de change constants et un cash-flow libre d'au moins 700 millions EUR. ▀

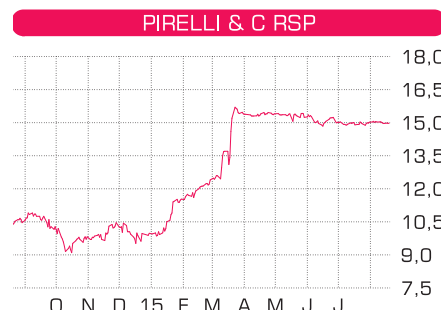
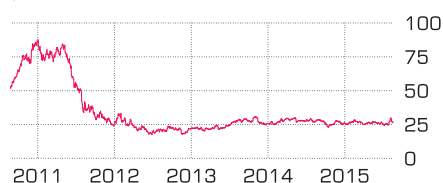
Conclusion

L'action a pris une raclée après la publication d'un bénéfice moins bon que prévu au terme du 1^{er} semestre. L'action Michelin n'est cependant pas encore chère, à 11,5 fois le bénéfice attendu, 0,8 fois le chiffre d'affaires et un ratio EV/EBITDA de 5, ce qui lui confère le potentiel d'appréciation nécessaire.

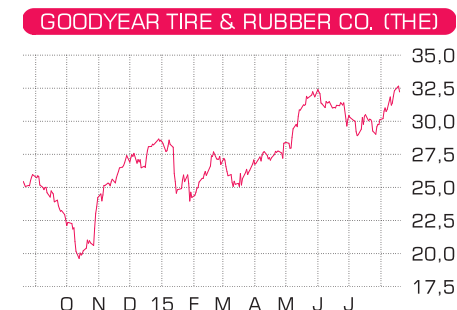
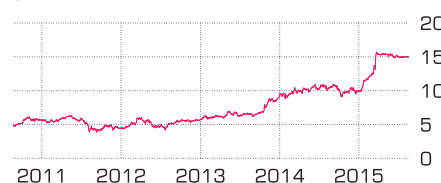
.....
Conseil: digne d'achat
Risque: moyen
Rating: 1B



▀ **Cours:** 26,09 EUR
 ▀ **Ticker:** BEKB Bruxelles
 ▀ **Code ISIN:** BE0974258874



▀ **Cours:** 14,97 EUR
 ▀ **Ticker:** Milan
 ▀ **Code ISIN:** IT0004623333



▀ **Cours:** 32,22 USD
 ▀ **Ticker:** GT NASDAQ
 ▀ **Code ISIN:** US3825501014



Actions hors Europe

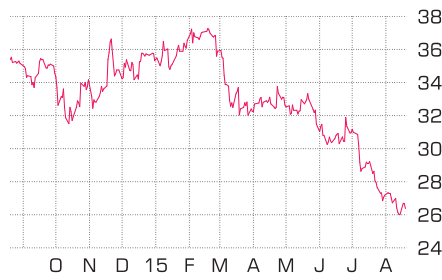
AGRICULTURE

Potash Corp



Le producteur canadien d'engrais a présenté des résultats mitigés pour le 2^e trimestre. A 0,5 USD, le bénéfice par action se situait en plein milieu de la fourchette de prévisions de 0,45 à 0,55 USD, mais restait inférieur aux prévisions des analystes (0,51 USD) et au bénéfice enregistré au 2^e trimestre 2014 (0,56 USD). Sur les six premiers mois de l'année, le bénéfice net s'établit à 787 millions USD (0,94 USD par action), contre 812 millions USD l'an dernier (0,95 USD par action). En baisse de 8,5% – de 1,89 milliard USD à 1,73 milliard USD –, le chiffre d'affaires (CA) du 2^e trimestre est supérieur aux attentes (1,68 milliard USD). Comme au 1^{er} trimestre, la division Engrais azotés a déçu. La concurrence des exportations chinoises, en hausse, a pesé sur les prix de vente réalisés à la tonne : 334 USD contre 393 USD l'an dernier. Le bénéfice brut de la division a ainsi reculé de 27% à 222 millions USD, et de 26% à 403 millions USD sur le 1^{er} semestre. Pour le deuxième trimestre successif, la plus petite division, Phosphates, affiche des performances supérieures aux attentes, la baisse des volumes (-20% et -18% après 6 mois) ayant été compensée par la hausse des prix de vente (553 USD la tonne, contre 509 USD la tonne l'an

POTASH CORP.



► **Cours:** 26,37 USD
 ► **Ticker:** POT NYSE
 ► **Code ISIN:** CA73755L1076



dernier). Le bénéfice brut a gagné 50% (+76% après 6 mois) à 72 millions USD (130 millions USD). Le principal moteur des bénéfices, et de loin, reste cependant la division Potasse. De ce côté, le trimestre a été marqué par une augmentation du bénéfice brut de 5,6% à 417 millions USD, la progression s'établissant à 21,6%, à 845 millions USD sur le semestre. C'est 61,3% du total du groupe. Le volume total – 2,5 millions de tonnes au 2^e trimestre et 4,9 millions de tonnes au 1^{er} semestre – s'inscrit dans la lignée de 2014, année presque record. On constate cependant un glissement de l'Amérique du Nord vers l'Inde et la Chine. Le prix de vente moyen à la tonne s'élevait à 278 USD au 1^{er} semestre (273 USD sur le 2^e trimestre), contre 257 USD l'an dernier (263 USD). La baisse des prix au 2^e trimestre par rapport au premier a incité Potash Corp à revoir à la baisse ses

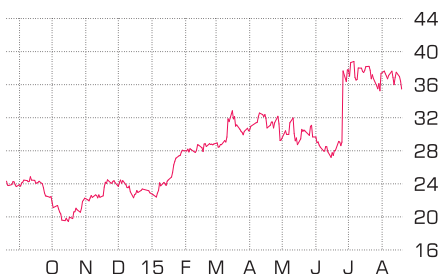
prévisions de bénéfice par action pour 2015 : la fourchette de 1,75 à 2,05 USD a été ramenée entre 1,75 et 1,95 USD. Potash Corp a récemment renforcé sa position en Amérique latine avec l'achat pour 56 millions USD de 9,5% de *Fertilizantes Heringer*, l'un des plus grands producteurs d'engrais au Brésil, avec lequel elle a immédiatement conclu un contrat de livraison à long terme pour de la potasse. A court terme, la principale question reste naturellement de savoir si les Canadiens vont lancer une offre officielle sur le groupe allemand K+S. Le prix annoncé de 7,8 milliards EUR, soit 40,75 EUR par action K+S, a été considéré comme trop bas par K+S, qui juge surtout qu'il ne reflète pas suffisamment compte de la valeur de Legacy (la première nouvelle mine de potasse dans la province canadienne de Saskatchewan en plus de 40 ans). ■

Conclusion

La crainte d'une offre plus élevée sur K+S, la révision à la baisse des prévisions en matière de bénéfice et la forte pression générale sur les matières premières ont ramené le cours de Potash Corp à son plus bas niveau depuis avril 2009. A 14 fois les bénéfices attendus pour 2015, l'action n'est pas chère et nous en attendons un net redressement du cours à terme. Elle reste dès lors dans le portefeuille modèle.

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

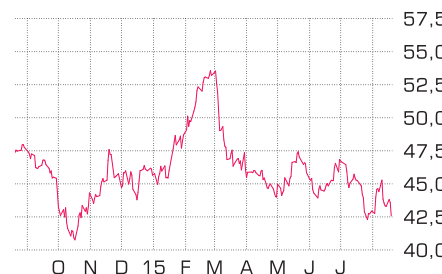
K + S AG



► **Cours:** 35,46 EUR
 ► **Ticker:** SDF Xetra
 ► **Code ISIN:** DE000KSAG888



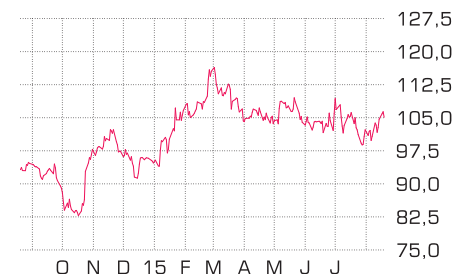
MOSAIC COMPANY



► **Cours:** 42,57 USD
 ► **Ticker:** MOS NYSE
 ► **Code ISIN:** US61945C1036



AGRIUM INC.



► **Cours:** 105,09 USD
 ► **Ticker:** AGU NYSE
 ► **Code ISIN:** CA0089161081



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	85,48	USD	NASD	87,25	58,51	41,3	26,3	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	26,33	USD	NYSE	39,41	21,00	54,9	39,3	1,3	1C	Digne d'achat
Alcoa	9,11	USD	NYSE	17,75	9,10	11,4	9,6	1,2	2B	Conserver/attendre
Anfield Nickel	0,68	CAD	TOR	1,10	0,68	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	115,01	USD	NASD	134,54	95,18	12,6	11,8	1,8	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	46,72	USD	NYSE	53,91	41,63	14,8	13,5	2,4	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,33	AUD	ASE	1,69	1,20	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	7,90	USD	NYSE	18,83	6,52	17,2	10,7	1,0	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	140,47	USD	NYSE	155,36	132,03	19,3	17,7	0,0	2A	Conserver
Blackberry	9,83	CAD	TOR	15,10	9,30	-31,7	-42,7	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	142,72	USD	NYSE	158,83	116,32	17,8	15,3	2,5	3B	Vendre
Cameco	13,88	USD	NYSE	20,63	12,88	13,7	10,9	2,1	1C	Digne d'achat
Caterpillar	69,69	EUR	PAR	84,45	68,89	14,1	15,3	4,0	2B	Conserver/attendre
CF Industries	61,93	USD	NYSE	70,32	47,89	14,1	12,1	1,9	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	27,80	USD	NASD	30,31	22,49	12,1	11,5	2,9	2B	Conserver
Coca Cola	40,78	USD	NYSE	45,00	39,12	20,3	19,2	3,2	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	3,72	USD	NYSE	8,26	2,67	-5,1	-6,9	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	3,90	USD	NYSE	14,79	3,80	10,0	7,0	2,9	1B	Digne d'achat
Cresud	11,35	USD	NASD	15,17	9,07	-11,8	-23,6	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	91,98	USD	NYSE	98,23	78,88	16,2	17,4	2,6	2A	Conserver/attendre
Disney (Walt)	106,45	USD	NYSE	122,08	78,54	21,0	19,0	1,2	3B	Vendre
Dupont De Nemours	48,66	EUR	PAR	76,00	46,96	15,2	13,7	2,9	2B	Conserver
Ebay Inc	27,43	USD	NASD	29,35	19,50	15,7	14,1	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	83,77	USD	NYSE	90,18	60,58	25,6	23,5	2,4	2A	Conserver/attendre
Encana	6,50	USD	NYSE	23,41	6,42	-40,6	21,0	4,1	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	76,23	USD	NYSE	100,31	75,93	18,2	15,4	3,7	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	94,16	USD	NASD	99,24	70,32	45,5	34,4	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	164,95	USD	NYSE	185,19	147,03	15,2	13,2	0,6	3B	Vendre
First Quantum Minerals	7,63	CAD	TOR	25,65	7,26	20,6	6,3	0,7	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	48,85	USD	NASD	73,78	39,18	15,5	12,6	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	14,77	USD	NYSE	17,87	13,26	8,7	7,7	4,1	3B	Vendre
Franco-Nevada	59,66	CAD	TOR	74,10	49,96	75,5	64,8	1,9	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	9,73	USD	NYSE	37,09	9,59	19,5	5,7	2,0	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,41	CAD	TOR	1,15	0,25	-20,8	-20,8	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	25,73	USD	NYSE	28,68	23,41	19,8	16,7	3,5	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	31,63	USD	NYSE	38,99	28,82	7,0	6,2	4,6	3B	Vendre
Gold Fields	3,05	USD	NYSE	6,01	2,42	30,5	16,1	1,1	1C	Digne d'achat
Google	654,19	USD	NASD	678,64	487,56	22,7	19,5	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	27,74	USD	NYSE	41,10	27,61	7,6	7,3	2,5	3B	Vendre
Imgold	2,47	CAD	TOR	4,48	1,50	-7,3	-8,8	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	153,94	USD	NYSE	195,00	149,52	9,8	9,5	3,2	1B	Digne d'achat
ICBC	12,85	USD	OTC	18,10	12,05	5,1	4,8	5,2	2B	Conserver/attendre
Intel	28,36	USD	NASD	37,90	27,62	13,1	12,2	3,3	2B	Conserver/attendre
Itau Unibanco Holding	7,48	USD	NYSE	18,49	7,33	6,7	6,2	3,0	1B	Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	2,08	USD	NYSE	4,10	1,60	-52,0	-	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,09	CAD	TOR	0,23	0,09	-9,0	-9,0	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	15,20	USD	ARCX	27,04	13,01	-	-	0,6	1B	Digne d'achat
MasterCard	96,60	USD	NYSE	99,18	69,64	28,5	23,9	0,7	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	101,10	USD	NYSE	101,88	87,62	21,5	19,6	3,4	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	52,94	EUR	PAR	56,34	41,00	15,1	13,9	3,0	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	46,61	USD	NASD	50,05	40,12	17,1	15,3	2,7	3A	Vendre
Monsanto Company	102,35	USD	NYSE	126,00	99,98	17,7	15,7	1,8	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	42,57	USD	NYSE	53,83	40,32	12,9	11,9	2,5	1B	Digne d'achat
Motorola Solutions Inc	65,35	USD	NYSE	70,26	56,40	19,8	16,9	2,1	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	17,93	USD	NYSE	27,90	16,07	15,2	17,1	0,6	1B	Digne d'achat
Nike	114,96	USD	NYSE	117,72	78,19	27,6	24,3	1,0	2B	Conserver
Novo Nordisk	58,48	USD	NYSE	60,34	41,72	30,3	25,4	0,9	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	1,40	USD	NYSE	16,71	0,99	-0,7	-1,1	0,9	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	98,99	USD	NYSE	100,76	89,82	21,8	20,1	2,9	2A	Conserver/attendre
Petrobras	5,64	USD	NYSE	20,94	4,90	7,1	5,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	35,27	USD	NYSE	36,46	27,51	17,0	15,2	3,2	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	26,37	USD	NYSE	37,60	25,82	11,1	10,0	5,4	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	74,12	USD	NYSE	93,89	74,02	19,0	17,0	3,5	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	54,51	USD	ARCX	68,68	52,61	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	21,03	USD	ARCX	24,86	20,58	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	61,18	USD	NASD	78,53	60,71	13,2	13,1	3,1	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	3,90	CAD	TOR	6,72	2,80	-97,5	-	0,0	1C	Digne d'achat
Schlumberger	80,67	USD	NYSE	112,00	75,60	22,8	21,0	2,3	2A	Conserver/attendre



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Silver Standard Resources Inc	9,03	CAD	TOR	10,49	4,47	82,1	50,2	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	13,88	USD	NYSE	25,77	12,07	18,0	14,2	1,4	2B	*Conserver/attendre
Sociedad Quimica y Minera	14,17	USD	NYSE	28,64	12,65	11,5	9,6	8,2	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	108,55	USD	ARCX	125,58	103,43	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	255,02	USD	NASD	291,42	181,40	-307,3	97,7	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,47	USD	NYSE	3,09	0,47	-3,4	6,8	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	13,65	USD	NYSE	39,05	12,07	4,4	85,3	4,3	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	8,48	USD	NYSE	12,14	8,40	-	-	2,1	1C	Digne d'achat
Twitter	27,61	USD	NYSE	55,99	26,87	83,7	43,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,25	CAD	TOR	5,76	4,82	-58,3	5,6	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	4,85	USD	NYSE	14,12	4,77	-21,1	18,7	3,4	1B	Digne d'achat
Vasco Data	18,50	USD	NASD	35,00	14,04	16,7	15,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Vertex Pharmaceuticals	141,48	USD	NASD	143,45	88,38	-64,6	44,4	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	68,57	USD	NYSE	90,97	67,77	14,4	13,7	2,7	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	21,25	USD	OTC	25,63	21,22	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	35,19	USD	NASD	52,62	33,85	51,8	49,6	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	0,95	USD	NYSE	4,03	0,72	-1,4	-7,3	0,0	3C	Vendre
Yum! Brands	86,09	USD	NYSE	95,90	65,81	24,5	21,1	2,0	2A	Conserver/attendre

Flash

VOLKSWAGEN

Une Porsche pour le prix d'une Skoda

Le groupe Volkswagen, basé à Wolfsburg en Allemagne, peut se targuer depuis peu du titre de premier constructeur mondial en volume, avec les 5,9 millions de véhicules vendus au premier semestre. En termes de bénéfices, il reste cependant loin derrière Toyota. Le portefeuille de marques est le plus robuste au monde, avec des véhicules pour toutes les bourses : Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Porsche, Bentley, Bugatti et Lamborghini pour les voitures, Scania et MAN dans le segment des camions et Ducati pour les motos. Au total, on dénombre environ 300 modèles ! Cependant, cette star du secteur automobile affiche un parcours boursier très cahoteux depuis le début de cette année. Au début de l'année, cette valeur de portefeuille, une de nos actions favorites pour 2015, a tenu toutes ses promesses avec une hausse du cours de 40% en moins de trois mois. Trouvant l'accélération trop rapide et la valorisation excessive, nous avons alors vendu la position avec un gain moyen de 33%. Sans jamais avoir pensé cependant que l'action retrouverait son niveau de début 2015 à la moitié de l'été. Il y a eu le conflit déclenché par le président du conseil d'administration et légende vivante de VW Ferdinand Piëch, qui s'est attaqué au directeur (CEO) Martin Winterkorn dans une interview. Les actionnaires restent derrière Winterkorn, Piëch connu une fin peu glorieuse au sein du groupe VW. Toutefois, c'est surtout la Chine

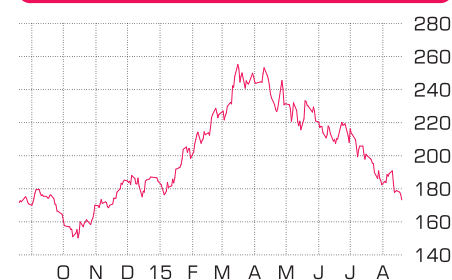
et d'autres marchés (émergents) comme la Russie et le Brésil qui ont pesé sur l'action cette année. Le groupe est en effet le plus grand acteur étranger sur le marché chinois. A l'occasion de la publication des chiffres semestriels pour 2015 le 5 juillet, la direction de l'entreprise a d'ailleurs revu à la baisse les prévisions de chiffre d'affaires (CA) sur l'ensemble de l'exercice. VW ne s'attend plus à vendre « plus » mais bien « autant » de véhicules que l'an dernier. Les résultats semestriels étaient pourtant plus que respectables. Au cours des 6 premiers mois de l'année, le CA a encore progressé de 10,1% par rapport au 1^{er} semestre 2014. Le bénéfice opérationnel (EBIT) a gagné 10,3%, à 6,82 milliards EUR. La hausse de l'EBIT de 4,9% à 3,49 milliards EUR au 2^e trimestre était certes conforme aux prévisions moyennes des analystes, mais nettement inférieure à la hausse du CA de 9,9%. Cela signifie que la marge d'EBIT est retombée de 6,5 à 6,2% au 2^e trimestre. La fourchette pour l'ensemble de l'exercice est comprise entre 5,5 et 6,5%. Les marges sont donc sous pression. Elles sont d'ailleurs très variables au sein du groupe : la marque VW proprement dite prenait 49% du CA du groupe à son compte, mais seulement 21% de l'EBIT au 1^{er} semestre (marge d'EBIT : 2,7%; objectif 2018 : 6%). Les « véhicules commerciaux » (camionnettes et camions) affichent également une rentabilité limitée (marge d'EBIT : 2,1%; 5% de l'EBIT du groupe, contre 15% du CA). Les plus grands contributeurs aux bénéfices sont donc toujours les marques de luxe. Audi (marge d'EBIT de 9,8%) et Porsche (marge d'EBIT de 15,6%) pesaient ensemble 37% du CA du groupe au 1^{er} semestre, mais 68% de l'EBIT. A moins de 8 fois le bénéfice de cette

année, moins d'une fois la valeur comptable, 0,4 fois le CA et avec un rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flows opérationnels (EBITDA) inférieur à 7, la valorisation est (très) faible, tant en termes absolus que relatifs (par rapport à la moyenne du secteur). Selon VW même, l'impact de la dévaluation du yuan restera limitée. ■

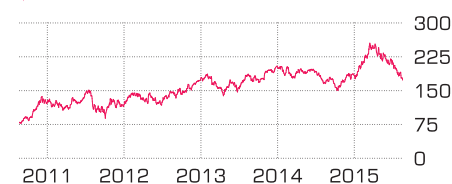
Conclusion

Volkswagen est un groupe financièrement solide et bien équilibré. Le ralentissement du marché automobile chinois pèse clairement sur l'action, mais la valorisation est désormais (très) attrayante. La décote de 25% par rapport à ses concurrents et à la moyenne européenne est injustifiée. Non seulement nous relevons le rating, mais nous passons immédiatement un ordre d'achat pour une première position dans le portefeuille modèle.

VOLKSWAGEN VA



Cours: 173,25 EUR
 Ticker: VOW3 Xetra
 Code ISIN: DE0007664039



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

Miser sur une hausse du cours du café

Le cours du café est traditionnellement très volatil et il n'en a pas été autrement ces dernières années. Fin 2013, le café atteignait un plancher sur plusieurs années. Mais il doublait ensuite entre janvier et octobre de l'an dernier, principalement en raison de conditions météorologiques défavorables au Brésil, le premier fournisseur mondial de café arabica. La tendance s'infléchissait à nouveau à partir du 4^e trimestre de l'an dernier, la baisse étant cette fois le fruit de la combinaison d'une offre supérieure aux prévisions et de fluctuations des cours des devises. Le plancher (provisoire) a été atteint le mois dernier, le cours du café retombant à son plus bas niveau en près d'un an et demi (janvier 2014). En cause, cette fois : la dépréciation constante du real brésilien, qui a atteint son plus bas niveau depuis plus de 12 ans par rapport à l'USD. Le real est la monnaie dans laquelle les cultivateurs brésiliens paient leurs charges, alors que leurs revenus sont libellés en USD puisque c'est la devise dans laquelle le café se négocie sur les marchés internationaux. De ce fait, une baisse du BRL les incite à produire et à exporter davantage. Les exportations brésiliennes de café sont estimées à 27,4 millions de sacs (de 60 kilos) pour l'année de commercialisation 2014-2015 (octobre à septembre). C'est la troisième hausse consécutive, en dépit d'une diminution de la production au cours de l'année de récolte écoulée. Cette contradiction apparente s'explique par la vente d'une partie des réserves excédentaires des années précédentes. Nous observons un scénario similaire, bien que moins marqué, en Colombie, qui produit comme le Brésil des variétés d'arabica de grande valeur. Outre les questions monétaires, l'augmentation des exportations en Colombie est également liée à une reprise de la production. Cependant, les exportations mondiales de café ont baissé de 4,3 % sur base annuelle à 82,1 millions de sacs durant les 3 premiers trimestres de 2014-2015. Une évolution qui s'explique principalement par la contraction des exportations du Vietnam et

de l'Indonésie, respectivement de 16,8 % et 25,6 %. Les exportations vietnamiennes se trouvent ainsi à leur plus bas niveau depuis 2010. La conséquence de la baisse des prix, de la diminution de la production, mais aussi de l'augmentation de la consommation locale. Du côté des pays importateurs, les stocks n'ont jamais été aussi élevés en raison de la baisse constante des cours. De ce fait, le marché du café reste exposé aux chocs du côté de l'offre qui ont entraîné une forte hausse des cours en 2011 et 2014.

Remontée

Ces dernières semaines, le cours du café est remonté au niveau de mai après que des investisseurs spéculatifs ont clôturé des positions vendeuses et que des doutes pointent sur le marché concernant l'ampleur et la qualité de la future récolte au Brésil. En raison de la sécheresse, on table désormais sur une baisse de la production entre 45 et 47 millions de sacs pour l'année de récolte 2015-2016. Il y a quelques mois, les prévisions moyennes des analystes dépassaient encore les 50 millions de sacs. L'Organisation internationale du café a vu la consommation mondiale de café croître de 2,3 % sur base annuelle depuis 2010. La hausse est nettement plus marquée dans les pays en développement (+4,6 %) que dans les pays industrialisés (+1,5 %). Un joker pour le café est le phénomène météorologique El Niño qui pourrait encore affecter davantage les récoltes en Amérique centrale, en Amérique du Sud et en Asie.

Il est notamment possible de miser sur une hausse du cours du café à l'aide de ces deux trackers.

iPath Bloomberg Coffee ETN

Ticker : JO
Bourse : NYSE Arca
Code ISIN : US06739H2976
Emission : juin 2008
Performance depuis le 01/01/2015 : -25,2 %
Rendement sur 12 mois : -37,3 %
Rendement sur 3 ans : -39,7 %
Volume journalier moyen : 172 000
Actifs en gestion : 121,2 millions USD
Frais annuels de gestion : 0,75 %

Ce tracker qui appartient à la famille de produits iPath de l'émetteur Bar-

clays est coté sur le NYSE (ticker : JO) depuis désormais plus de sept ans. Il a pour valeur sous-jacente l'iPath Bloomberg Total Return Index qui reflète l'évolution du prix du contrat à terme de référence sur le café. Actuellement, il s'agit par exemple du contrat à terme septembre. A l'expiration de ce contrat, les positions seront reportées sur le contrat décembre, mars 2016, juillet 2016, etc. Le marché du café est actuellement en contango, ce qui signifie que les contrats à terme assortis d'une échéance ultérieure sont plus chers. Le roulement de positions engendre donc un rendement négatif. Les frais annuels ont été fixés à 0,75 %.

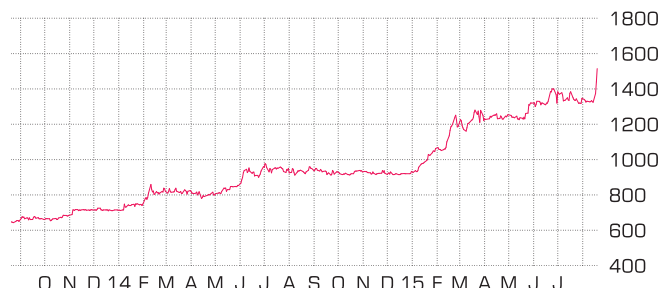
Pure Beta Coffee ETN

Ticker : CAFE
Bourse : NYSE Arca
Code ISIN : US06740P1488
Emission : avril 2011
Performance depuis le 01/01/2015 : - 24 %
Rendement sur 12 mois : -35,2 %
Rendement sur 3 ans : -36,2 %
Volume journalier moyen : 5000
Actifs en gestion : 5,7 millions USD
Frais annuels de gestion : 0,75 %

Ce tracker du même émetteur n'a été mis sur le marché que quelques années plus tard, d'où son retard à la fois en termes de l'actif en gestion et de liquidités. L'iPath Pure Beta Coffee ETN (ticker : CAFE) est cependant un produit plus sophistiqué puisqu'il ne reflète pas le prix d'un seul contrat à terme, mais de plusieurs contrats assortis d'échéances différentes. Ce, via l'indice sous-jacent Barclays Capital Coffee Pure Beta Index. Cela compense en partie l'effet négatif du roulement des positions sur le rendement évoqué pour son concurrent. Une comparaison des rendements à court et à long terme illustre cependant que la différence entre les deux variantes est relativement réduite. CAFE affiche certes des performances un peu moins mauvaises que JO mais les investisseurs doivent tenir compte du fait que le marché n'est pas constamment en contango. Selon les conditions de marché, la courbe des cours des contrats à terme peut être également plane, ou en *backwardation*. Les frais annuels sont identiques à ceux du JO. ■

Marché en graphiques

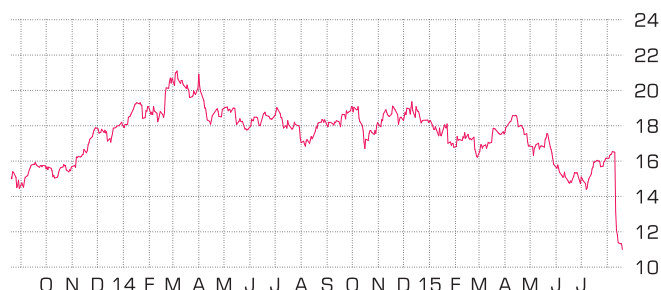
LOTUS BAKERIES



Cours: 1.515,00 EUR Ticker: LOTB Bruxelles Code ISIN: BE0003604155	Conseil: conserver/attendre Risque: faible Rating: 2A
---	--

Le producteur belge de biscuits traditionnels a pris une participation de 67% dans le groupe britannique Natural Balance Foods, qui produit des snacks sans gluten sous les marques Nakd et Trek. La société britannique est ainsi valorisée à 83 millions EUR ou 1,8 fois le chiffre d'affaires (CA). Au cours des trois dernières années, Natural Balance Foods a doublé son CA et la société compte désormais tous les supermarchés britanniques dans sa clientèle. La transaction impliquera une hausse du CA de Lotus de 8%. Techniquement, le cours de Lotus consolide après la hausse de longue durée. Autour de 1250 EUR se trouve un soutien horizontal important. Une percée du sommet de 1386 EUR serait synonyme de nouveau signal d'achat.

DELTA LLOYD GROUPE



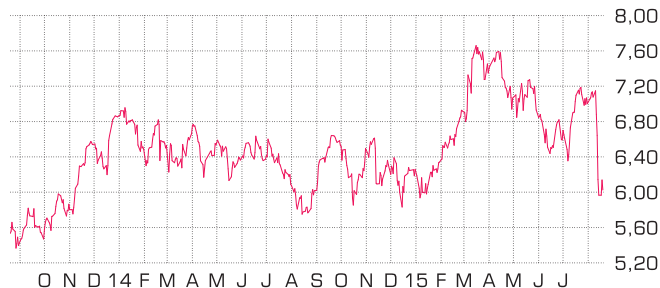
Cours: 11,00 EUR Ticker: DL Amsterdam Code ISIN: NL0009294552	Conseil: conserver/attendre Risque: moyen Rating: 2B
--	---

Les chiffres semestriels de la compagnie d'assurance néerlandaise appartenant au BEL20 sont très décevants. Le groupe a accusé une perte nette de 533 millions EUR alors que les analystes tablaient sur un bénéfice net de 200 millions EUR. Les résultats opérationnels étaient en revanche corrects. Le principal élément perturbateur est une baisse de valeur des possessions de 1,235 milliard EUR. Bon nombre d'analystes escomptent une nouvelle augmentation de capital et craignent un abaissement du dividende. L'annonce du résultat a coûté au cours 30% de sa valeur. La tendance s'est dès lors réorientée à la baisse.

Pour tout conseil en placement

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

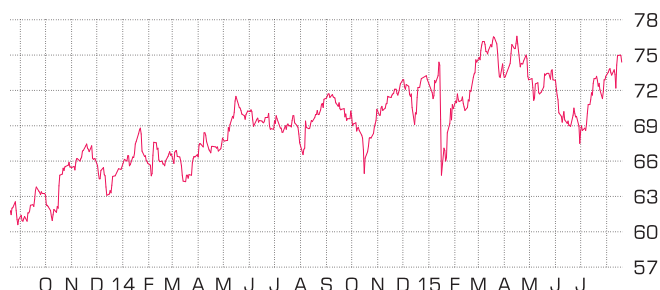
AEGON



Cours: 6,02 EUR Ticker: AGN Amsterdam Code ISIN: NL0000303709	Conseil: digne d'achat Risque: moyen Rating: 1B
--	--

Les chiffres décevants du 2e trimestre ont valu à la compagnie d'assurance néerlandaise une raclée de plus de 10%. Le bénéfice brut s'est accru de 7%, à 549 millions EUR, mais ce chiffre est inférieur aux prévisions des analystes, qui s'inquiètent de la baisse de la solvabilité de l'assureur et des tensions sur les marchés financiers, lesquels ont pesé sur le résultat. Sur le graphique, on constate une série de sommets et planchers inférieurs, qui trahissent un renversement de tendance à la baisse. Un repli sous le soutien à 6 EUR pourrait amorcer une baisse ultérieure.

NESTLÉ



Cours: 74,40 CHF Ticker: NESN Zurich Code ISIN: CH0038863350	Conseil: conserver/attendre Risque: faible Rating: 2A
---	--

Malgré un bénéfice en baisse et un chiffre d'affaires (CA) relativement stable au 1er semestre, les chiffres du géant alimentaire ont été du goût des analystes. Le CA s'est replié de 0,3%, à 42,84 milliards CHF alors que le bénéfice net a reflué de 2,4%, à 4,52 milliards CHF. La demande en provenance des marchés émergents fut faible alors que la vigueur du franc suisse a érodé le CA de 6%. Pour l'exercice complet, Nestlé espère toujours une croissance autonome de son CA de quelque 5%. Sur le graphique, l'action conserve sa ligne haussière. Autour de 70 CHF se trouve une zone de soutien raisonnable alors que le sommet de 76 CHF est à portée.

Combinaisons à la hausse sur Royal Dutch Shell

Récemment, le prix du pétrole brut est revenu à son niveau le plus faible des cinq dernières années. Les géants pétroliers se préparent désormais à une période prolongée de faiblesse des prix et sont dès lors contraints de sabrer dans leurs coûts. **Royal Dutch Shell (25,13 EUR)** en fait partie. Le groupe réduira les investissements de 20%, à 30 milliards USD. En outre, 6500 licenciements ont été annoncés dans le cadre d'un programme de réduction de coûts d'une valeur de 4 milliards USD. L'équivalent de 30 milliards USD d'activités secondaires seront également vendues. Plus tôt cette année, Royal Dutch Shell (RDS) a annoncé son intention de reprendre le groupe britannique BG Group dans le cadre d'une transaction qui vaut actuellement 70 milliards USD. Le groupe absorbé est spécialisé dans le gaz naturel liquide. De nombreux investisseurs émettent quelques doutes car entre-temps, le cours de RDS a reculé de 15%. Ce qui a donné lieu à une offensive de charme de la part de Shell, qui a garanti le dividende pour les six prochains trimestres, et pourrait même l'augmenter. Qui plus est, le groupe voudrait racheter de nouvelles actions à partir de 2017. En tenant compte du fait que le titre capitalise actuellement seulement une fois la

valeur comptable, que son rendement de dividende est élevé (6%) et que le potentiel de croissance du gaz naturel est réel, RDS nous semble être un titre intéressant dont le risque de repli est limité. Pour des options sur le géant pétrolier, vous pouvez vous tourner vers Euronext Amsterdam. Nous nous concentrons sur les options qui viennent à échéance en décembre 2016.

Spread haussier défensif

Achat call déc '16 22 @ 3,50 EUR
Emission call déc '16 26 @ 1,25 EUR

Vous ne gagnerez pas des fortunes avec des transactions sur des options RDS mais le revers de la médaille est que votre investissement reste limité. L'achat du call décembre 2016 au prix d'exercice de 22 coûte 350 EUR pour un contrat standard de 100 titres mais vous récupérez aussitôt 125 EUR par l'émission simultanée du call 26 ayant la même échéance. Votre mise totalise donc 225 EUR (350 - 125) et c'est aussi votre perte maximale. Votre break-even, le niveau auquel vous n'actez ni gain ni perte, se situe à 24,25 EUR, soit près de 4% sous le cours actuel. Vous obtenez le gain maximal de 175 EUR ou 78% de plus que votre mise en cas de cours à 26 EUR. Pour cela, il suffit que le cours se hisse d'un peu plus de 3%.

Emission put

Emission put déc '16 24 @ 2,40 EUR

La crainte d'une baisse ultérieure du prix du pétrole est manifestement ancrée profondément parmi les investisseurs. D'où la prime généreuse de 2,4 EUR pour le put décembre 2016 au prix d'exercice de 24. Si vous émettez ce contrat, vous réduisez le risque à 21,60 EUR, ce qui suppose que vous bénéficiez d'une marge à la baisse de 14%. Vous n'actez de perte qu'en cas de cours inférieur à 21,60 EUR.

Turbo

Achat call déc '16 28 @ 0,70 EUR
Emission put déc '16 20 @ 0,80 EUR

La probabilité qu'il ne se passe strictement rien avec ce turbo est réelle, car si le cours de l'action se situe dans la zone 20 - 28 EUR à l'échéance, cette combinaison n'aura plus aucune valeur. L'achat du call décembre 2016 au prix d'exercice de 28 coûte 70 EUR par contrat alors que l'émission (vente) du put décembre 2016 au prix d'exercice de 20 rapporte 80 EUR. Vous récupérez donc initialement 10 EUR (80 - 70) sur ce turbo. En cas de cours supérieur à 28 EUR, vous enregistrez une plus-value et ce n'est que si le cours baisse sous 19,90 EUR que vous actez une perte. ■

Questions des lecteurs

J'envisage un investissement dans le groupe néerlandais OCI. Que pensez-vous de cette entreprise ?

OCI, pour **Orascom Construction Industries**, a été fondée dans les années 1950 par la riche famille égyptienne *Sawiris*, toujours actionnaire de contrôle à ce jour (29,43% du capital). L'entreprise a fait la Une de la presse mondiale en 2007 lorsqu'elle a vendu ses activités dans le ciment à **Lafarge** pour une valeur d'entreprise de 15 milliards USD. Après remboursement de la dette et distribution de 11 milliards USD aux actionnaires, OCI a investi les 2 milliards USD res-

tants dans de nouvelles capacités de production d'engrais azotés (élément N) et de produits chimiques. En 2013, OCI a demandé une cotation sur **Euronext Amsterdam**, avant de procéder

OCI A VENDU À CF INDUSTRIES SES ACTIVITÉS EUROPÉENNES ET AMÉRICAINES DANS LES ENGRAIS

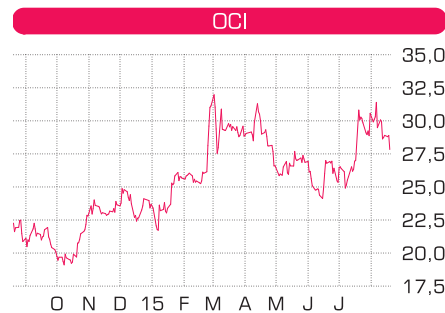
en 2014 à une réduction du capital de 1,4 milliard USD à la suite du transfert de son pôle Ingénierie et construction dans une entreprise distincte, **Orascom Construction**, cotée sur les Bourses

de Dubaï et du Caire. Début août, on a appris le rachat des usines d'engrais américaines et européennes d'OCI par son concurrent américain CF Industries pour une valeur d'entreprise de 8 milliards USD (dont 2 milliards USD de dettes). Toutes les activités de CF et les usines rachetées à OCI seront hébergées dans un nouveau holding, sans doute au 1^{er} semestre 2016. CF Industries deviendra ainsi le premier producteur mondial d'engrais azotés. Des discussions sur une fusion avec le concurrent européen **Yara International** avaient échoué l'an dernier. OCI recevra 668 millions USD en cash et 27,7% des actions du nouveau holding, qui seront distribués aux actionnaires en grande partie par le biais

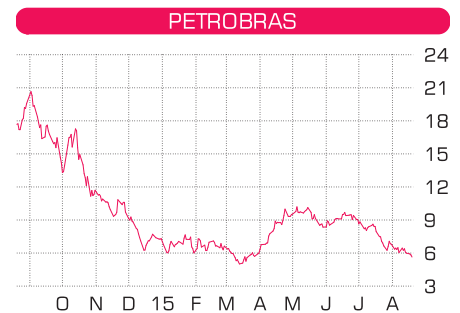
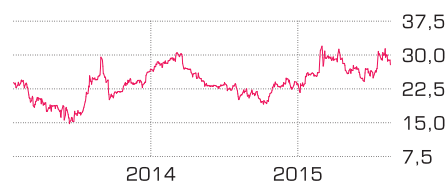
d'une réduction de capital. On ne sait pas si cette opération sera soumise au précompte mobilier belge. La direction d'OCI poursuivra le développement des actifs restants, qui se composent essentiellement d'une usine d'engrais en Algérie (propriété à 51%), de deux usines en Egypte et de 55% d'une usine de méthanone en construction aux Etats-Unis (mise en service en 2017), mais a aussi l'intention de procéder à de nouveaux investissements créateurs de valeur, comme après la vente des activités dans le ciment en 2007. Les nouvelles initiatives ne seront annoncées qu'après la finalisation de la transaction avec CF Industries. Entretemps, nous voyons surtout l'action évoluer dans le sillage de CF Industries, que nous assortissons d'une note « conserver » (2B). Nous attendrions d'y voir plus clair avant d'acheter.

L'action Petrobras est à nouveau en baisse ces derniers temps. Pouvez-vous faire le point sur la situation ?

L'action du géant brésilien du pétrole **Petrobras** est traditionnellement très volatile. Dans un environnement de baisse des cours du pétrole, l'entreprise touchée par de nombreux scandales de corruption continue à afficher des résultats décevants sous sa direction renouvelée en grande partie – de nombreux administrateurs ont été remplacés et la CEO *Maria das Graças Foster* a dû laisser sa place à *Aldemir Bendine* en février. Et ce, même si la baisse du pétrole n'est pas uniquement négative pour Petrobras, puisqu'elle lui a permis de faire sortir du rouge des activités *downstream* (raffinage, transport et ventes) déficitaires sans augmenter le prix de l'essence. Ses problèmes ont cependant contraint Petrobras à acter pour plus de 50 milliards de reals brésiliens (BRL) de dépréciations au début de cette année. Résultat : la valeur comptable en dollar américain (USD) a diminué de moitié depuis le pic de 2011 à 7,5 USD par action. A cela s'ajoute un endettement gigantesque, avec fin juin une position nette d'endettement de plus de 104 milliards USD, soit 4,75 fois les cash-flows opérationnels (EBITDA) attendus en 2015. L'énorme budget d'investissement de 206 milliards USD pour la période 2014 à 2018 a été remplacé par un budget de 130 milliards USD pour la



♦ **Cours:** 27,83 EUR
 ♦ **Ticker:** OCI Amsterdam
 ♦ **Code ISIN:** NL0010558797



♦ **Cours:** 5,64 USD
 ♦ **Ticker:** PBR NYSE
 ♦ **Code ISIN:** US71654V4086



période 2015-2019. Bien qu'un tiers de la réduction soit la conséquence de la dépréciation du BRL par rapport à l'USD, le nouveau plan doit permettre de ramener la position nette d'endettement à des niveaux plus acceptables de 3 fois l'EBITDA pour 2018 et de 2,5 fois l'EBITDA pour 2020 sans augmentation de capital. La révision à la baisse du plan d'investissement entraîne cependant une révision tout aussi nette des objectifs de production : alors que les objectifs précédents faisaient état d'un doublement de la production quotidienne intérieure de pétrole et de gaz de 2,1 à 4,2 millions de barils sur la période 2014 à 2020, il

LE POTENTIEL DE PETROBRAS EST À LA MESURE DES DÉFIS AUXQUELS LE GROUPE EST CONFRONTÉ

est à présent question d'une augmentation de 40% à 2,8 millions de barils. Il faut aussi noter que le business-plan prévoit un grand programme de désinvestissement de 15,1 milliards USD pour fin 2016, et même de 42,6 milliards USD pour la période 2017-2018. Une mission qui s'annonce compliquée vu la faiblesse des cours du pétrole et le climat négatif qui entoure le Brésil. Le potentiel de Petrobras est à la mesure des défis auxquels le groupe est confronté. Pour l'instant, nous confirmons notre note « **conserver** » (2C). Risque supérieur à la moyenne ! ■

Agenda

Lundi 24 août

Accentis: résultats 1er semestre (1H)
 Lotus Bakeries: résultats 1H
 Roularta Media Group: résultats 1H
 Spadel: résultats 1H

Mardi 25 août

Allemagne: indicateur IFO
 USA: vente de maisons neuves, Conference Board confiance des consommateurs, indice S&P Case Shiller
 Celyad: résultats 1H
 Van Lanschot: résultats 1H

Mercredi 26 août

USA: réserves de pétrole, commandes de biens durables, demandes d'hypothèques
 Agfa-Gevaert: résultats 1H
 Ar-GEN-X: résultats 1H
 HAL Trust: résultats 1H
 Leasinvest: résultats 1H
 Picanol: résultats 1H
 Tessenderlo: résultats 1H
 ThromboGenics: résultats 1H

Jeudi 27 août

USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, croissance du PIB au 2e trimestre (Q2)
 Ablynx: résultats 1H
 BHF Kleinwort: résultats 1H
 Brederode: résultats 1H
 CMB: résultats 1H (déf.)
 Connect Group: résultats 1H
 EVS: résultats 1H
 IBA: résultats 1H
 Kinopolis: résultats 1H

Vendredi 28 août

Belgique: inflation
 USA: confiance des consommateurs Michigan
 AvH: résultats 1H
 CFE: résultats 1H
 Elia: résultats 1H
 KBC Ancora: résultats annuels 2014-2015
 Real Dolmen: résultats Q1 2015-2016
 Recticel: résultats 1H
 Resilux: résultats 1H
 Sioen: résultats 1H
 Van de Velde: résultats 1H

Mise à jour quotidienne sur www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,58%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	10,25	€ 3.635,27	3,05	1C	31B/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	26,37	€ 4.299,07	3,61	1B	34B/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	12,99	€ 3.897,00	3,27	1B	31A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	385,10	€ 3.640,48	3,05	2A	32A/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	34,55	€ 5.181,75	4,35	2B	26A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	21,44	€ 3.869,39	3,25	1B	34B/15
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (26,06%)									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	75	EUR	67,40	€ 5.118,28	4,29	1A	34A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	55,00	€ 4.496,00	3,77	1B	31A/15
Bollore	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	4,73	€ 4.748,50	3,98	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	14,32	€ 5.730,00	4,81	1B	31B/15
Cosan	BMG253431073	9,33	900	USD	3,90	€ 3.161,55	2,65	1B	24A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	50,28	€ 5.098,12	4,28	1A	33AB/15
LafargeHolcim	CH0012214059	72,23	45	EUR	60,08	€ 2.703,60	2,27	1A	32A/15
ÉNERGIE (16,45%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	62,00	€ 2.956,77	2,48	1B	31B/15
Peabody Energy	US7045491047	2,43	3.000	USD	1,40	€ 3.804,00	3,19	1C	32A/15
PNE Wind	DE000A0JBPG2	2,25	2.250	EUR	2,13	€ 4.792,50	4,02	1B	27B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,25	€ 4.526,68	3,80	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	12,82	€ 3.525,50	2,96	1B	32B/15
ORSMÉTAUX (16,39%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	7,68	€ 3.127,18	2,62	1B	21A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	7,63	€ 2.086,78	1,75	1B	33AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	15,20	€ 3.759,25	3,15	1B	25A/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	13,88	€ 3.769,22	3,16	2B	32B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	36,83	€ 2.745,15	2,30	2B	32B/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	4,85	€ 4.044,84	3,39	1B	32B/15
VIEILLISSEMENT (16,49%)									
Ablynx	BE0003877942	13,26	250	EUR	12,65	€ 3.163,75	2,65	1C	31B/15
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	21,96	€ 2.196,50	1,84	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	24,95	€ 2.606,00	2,19	1B	34A/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.378,50	€ 4.963,85	4,16	1A	32B/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,47	€ 2.236,50	1,88	1C	27A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	141,48	€ 4.484,92	3,76	1B	28B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	114.580,28	96,67	3.947,10	3,33	118.527,37	+1,8

(*) 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 achetons 10 actions **Volkswagen (préf.)** (code ISIN: DE0007664039) à maximum **176,25 EUR**

Ordres de vente: nous avons vendu 75 actions **SABMiller** à **3300 PNC** (3483,6 EUR)

Wilmar Int.: pas assez bon

Les résultats de **Wilmar International** au terme du 2^e trimestre n'ont pas totalement satisfait les prévisions. Le groupe agricole asiatique, qui est à comparer à *Archer Daniels Midland (ADM)*, a obtenu un résultat net de 201,8 millions USD, alors que les analystes tablaient en moyenne sur 261 millions USD. Chez Wilmar, l'accent est placé logiquement sur l'Asie (outre l'Afrique) et sur l'huile de palme. Ces dernières années cependant, une diversification a eu lieu vers le sucre et les produits de consommation. La hausse du bénéfice ressort à 19% par rapport au même trimestre

l'an dernier. L'augmentation était surtout liée à l'amélioration des marges dans le « crushing » des graines oléagineuses par les limitations de la Chine sur l'importation des germes de soja. Wilmar est également l'un des plus grands propriétaires de plantations d'huile de palme au monde, avec une superficie cultivée de 241.000 hectares (ha) l'an dernier. Là cependant, le groupe est confronté à la baisse continue du prix de l'huile de palme. Cette division a dès lors rapporté un repli de 15% de son résultat. Le bénéfice par action a totalisé 0,032 USD, contre encore 0,027 USD au cours de la

période avril-juin 2014. La réaction du marché aux chiffres fut plutôt négative. Cela dit, dans le thème Agriculture, Wilmar International conserve un prix intéressant (à 11 fois le bénéfice escompté pour 2015 et 0,9 fois la valeur comptable) et a un potentiel d'appréciation non négligeable (**rating 1B**). L'inconvénient réside dans sa faible notoriété et le peu de suivi qui lui est accordé. C'est pourquoi nous envisageons, pour notre portefeuille, un transfert vers *Sipef*, dont le cours a également sensiblement reflué. Nous analyserons cependant d'abord les résultats semestriels de *Sipef*. ■

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



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

