



Pour tout conseil en placement

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

25 août 2015 - n° 35A

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Fin de partie pour l'or

Sommaire

PORTEFEUILLE & SÉLECTION 2-3

Cosan;

Intentions d'achat et de vente

ACTIONS 4-7

Deceuninck

Jensen Group

ArcelorMittal

Glencore

OBLIGATIONS 8-9

A chaque semaine sa surprise

CHECKLIST A 10-12

Belgique et Europe

Index d'actions

ArcelorMittal	6
Cosan	3
Deceuninck	4
Jensen Group	5
Glencore	7

Ces dernières années, l'or a incontestablement pris une raclée. Après plus de quatre ans de tendance foncièrement baissière, le sentiment autour de l'or a complètement changé. Alors qu'au début de cette décennie, les plus optimistes annonçaient des cours toujours plus élevés (2000, non, 3000, non, 5000 USD l'once), ils enchérissent aujourd'hui à la baisse (1000, non, 800, non...350 USD l'once). Les 'Bulls' (taureaux, partisans de la hausse) sont devenus 'bears' (ours, partisans de la baisse). Cette évolution est parfaitement représentée par *Martin Armstrong*, qui annonçait il y a quelques années que le cours de l'or s'établirait à 2000 USD fin 2015 mais annonça récemment un repli à 800 USD. 'Gold is doomed,' affirme-t-il, ce qui résume assez bien le consensus au niveau mondial, de *Goldman Sachs* à *Morgan Stanley* en passant par la *Deutsche Bank* : l'or ne peut que s'orienter à la baisse au cours des prochaines années, et même dans d'importantes proportions !

Nous vivons dans un monde totalement différent de celui d'il y a cinq ans. Mais, objectivement, la différence est bien plus subtile. Les niveaux de dettes du monde, en premier lieu des Etats-Unis et de l'Union européenne, ont continué d'augmenter. Alors que la croissance de l'économie mondiale ne semble toujours pas vouloir décoller et que les réserves aurifères des mines sont à nouveau à la baisse. La principale condition à la formation d'un plancher pour de nombreuses années est présente. Le sentiment est extrêmement négatif. « Goud is out », personne ne le conteste. Souvenez-vous de cette Une que le *Business Week* sortait à la veille d'un merveilleux marché haussier en Bourse, au début des

années 1980, et qui annonçait la « mort des actions » ('*Death of Equities*').

Grande volatilité

Rappelez-vous la situation de début 2003 et début 2009 sur les marchés financiers. Cette dernière phase avant le plancher est très agressive ; c'est la phase de la panique, de la dernière capitulation. Les derniers investisseurs liquident leurs positions en or et en mines. Nous pensons dès lors qu'à court terme, la volatilité sera encore élevée. Le mois de juillet a probablement marqué le début de la fin de la baisse du cours de l'or et des mines aurifères. Alors qu'il y a cinq ans, une mine aurifère (nord-américaine) capitalisait encore en moyenne jusque 20 fois ses cash-flows, ce ratio est retombé à 4,8. Et c'est aujourd'hui, justement, que beaucoup estimeront judicieux de liquider ces actions. Il est certes toujours malaisé de prédire un moment avec précision, mais nous pensons que le métal précieux atteindra un plancher de plusieurs années dans le courant des six prochains mois.

Nous comptons bien miser activement sur cette évolution. Après la chute de juillet, le cours de l'or et des mines a rebondi ces dernières semaines, précisément jusqu'au niveau où la baisse s'est amorcée. Les indicateurs sous-jacents suggèrent cependant que le redressement ne se poursuivra pas. Compte tenu de la volatilité élevée lors de la formation de plancher, nous prévoyons d'abord des planchers inférieurs au cours des prochains mois et semaines pour l'or et les mines aurifères. C'est pourquoi nous préférons vendre notre position dans **Market Vectors Goldminers** (ticker **GDX**) en vue d'un rachat ultérieur à bien meilleur compte. Nous abaissons aussi temporairement notre conseil. ■

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (20,42%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	9,62	€ 3.342,94	2,94	1C	31B/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	25,02	€ 3.992,20	3,51	1B	34B/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	12,62	€ 3.784,50	3,33	1B	31A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	368,00	€ 3.478,31	3,06	2A	32A/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	32,76	€ 4.913,25	4,32	2B	26A/15
Wilmor International	US9714331074	24,55	200	USD	20,97	€ 3.703,44	3,26	1B	34B/15
CONSUMMATION CLASSE MOYENNE (27,29%)									
Adidas	DE000A1EWWO	73,02	75	EUR	65,48	€ 4.974,28	4,38	1A	34A/15
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	54,01	€ 4.416,80	3,89	1B	31A/15
Bolloré	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	4,47	€ 4.488,50	3,95	2B	23B/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	13,07	€ 5.228,00	4,60	1B	31B/15
Cosan	BMG253431073	9,33	900	USD	3,83	€ 3.038,07	2,67	1B	35A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	46,24	€ 4.694,62	4,13	1A	33AB/15
LafargeHolcim	CH0012214059	72,23	45	EUR	55,91	€ 2.515,95	2,21	1A	32A/15
Volkswagen	DE0007664039	166,00	10	EUR	165,85	€ 1.658,50	1,46	1A	34B/15
ÉNERGIE (17,43%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	61,00	€ 2.877,95	2,53	1B	31B/15
Peabody Energy	US7045491047	2,43	3.000	USD	1,78	€ 4.733,62	4,16	1C	32A/15
PNE Wind	DE000A0JBP62	2,25	2.250	EUR	1,99	€ 4.475,25	3,94	1B	27B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,10	€ 4.290,39	3,77	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,70	275	EUR	12,50	€ 3.437,50	3,02	1B	32B/15
OR&MÉTALX (16,42%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	7,37	€ 3.004,38	2,64	1B	35A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	20,66	400	CAD	6,79	€ 1.808,64	1,59	1B	33AB/15
Market Vectors - Gold Miners Etf	US57060U1007	21,29	275	USD	15,39	€ 3.725,03	3,28	1B	35A/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,62	300	USD	13,57	€ 3.606,55	3,17	2B	32B/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	35,45	€ 2.642,03	2,32	2B	32B/15
Vale	US91912E1055	9,45	900	USD	4,75	€ 3.880,95	3,41	1B	32B/15
VIELLISSEMENT (15,67%)									
Ablynx	BE0003877942	13,26	250	EUR	11,74	€ 2.935,00	2,58	1C	31B/15
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	20,77	€ 2.077,00	1,83	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	35,73	100	EUR	21,37	€ 2.248,00	1,98	1B	34A/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.324,50	€ 4.675,09	4,11	1A	32B/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	3,98	€ 1.989,50	1,75	1C	27A/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	125,47	€ 3.892,78	3,42	1B	28B/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	110.740,89	97,99	2.267,15	2,01	113.008,04	100,0

COMPARAISON DES PRESTATIONS

	Depuis 1/1/2015	Depuis 1/1/2014
Initié de la bourse	-2,9%	+0,2%
Indice de référence (**)	+1,4%	+4,7%

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

Ordres d'achat: nous avons acheté 10 actions **Volkswagen** à **166 EUR** (coût: 1679,95 EUR); nous achetons 20 actions **Barco** de plus à maximum **53,50 EUR**; 300 actions **Cosan** à max. **4,10 USD**; 15 actions **LafargeHolcim** à max. **56 EUR**; 125 actions **ArcelorMittal** à max. **7,30 EUR**; 200 actions **First Quantum Minerals** à max. **7,10 USD** et 300 actions **Vale** à max. **4,80 USD**

Ordres de vente: nous vendons 1000 actions **Bolloré** à minimum **4,10 EUR**; 600 actions **Peabody Energy** à min. **1,56 USD** et 275 actions **MarketVectors Goldminers** à min. **14,50 USD**

Redressement imminent

Après un excellent début d'année 2015, les marchés financiers peinent à trouver le calme. La Grèce la première puis la Chine ont chamboulé les échanges. Même si ces dossiers ne sont pas sans retombées, ils sont également synonymes d'opportunités, que nous souhaitons à présent exploiter.

Nous avons déjà pris une première position dans **Volkswagen**, que nous renforcerons ultérieurement. Pour **LafargeHolcim**, **Barco** et **Cosan** (lire

plus loin), nous passons directement à l'action.

Chute matières premières

Le dossier chinois a surtout affecté le secteur des matières premières. De nombreuses actions sont à un plancher historique. C'est notamment le cas d'**ArcelorMittal** (lire en page 6) et plus encore de **First Quantum Minerals** et **Vale**, que nous avons décidé de racheter.

Mais pour acheter, nous devons

d'abord vendre. Nous nous séparons donc temporairement du tracker sur les mines d'or, **Market Vectors Goldminers**. Nous avons l'intention de conserver pour le long terme le holding ciblé sur l'Afrique, **Bolloré**. Mais vu les autres opportunités, nous actons (temporairement ?) nos bénéfices, juste avant la publication des chiffres semestriels le 28/8. La nouvelle de l'achat par *George Soros* pour 2 millions USD d'actions d'entreprises actives dans le charbon, dont **Peabody**

Energy, a créé une vague d'achats sans précédents. Le dernier lot que nous avons racheté (600 titres à 1,12 USD), nous tenterons de le vendre rapidement avec un gain de cours d'au moins 50%.

Cosan: baisse excessive

La société de portefeuille **Cosan** a vu son chiffre d'affaires (CA) du 2 trimestre progresser de 7,4%, à 10,1 milliards de reals brésiliens (BRL). Son cash-flow opérationnel (EBITDA) a cependant reflué de 5,2% (de 860,4 à 815,5 millions BRL), ce qui suppose un repli de la marge d'EBITDA de 9,1 à 8,1 (pour l'exercice 2014: 10,1%). Compte tenu de l'alourdissement de la dette financière nette et de l'appréciation du dollar face au BRL, les charges financières ont beaucoup augmenté. En conséquence,

LA VALORISATION DE COSAN EST EXTRÊMEMENT FAIBLE

le résultat net a diminué de moitié, de 104,1 millions BRL à 49,4 millions BRL. Pour l'exercice, le groupe continue de tabler sur un CA en nette hausse et même sur un EBITDA supérieur, malgré le repli au 1^{er} semestre et la conjoncture difficile au Brésil. Ce holding « brésilien » souffre toujours de la perception négative entourant le premier pays d'Amérique latine parmi les investisseurs. En conséquence cependant, sa valorisation est très intéressante, à 11 fois le bénéfice attendu pour 2015, mais surtout seulement 0,6 fois la valeur comptable, 0,4 fois le CA et 6 fois le rapport valeur d'entreprise/EBITDA. Cette valorisation n'est pas du tout justifiée dans une perspective de moyen terme. Nous sommes donc toujours à

INTENTIONS D'ACHAT ET DE VENTE

Consommation de la classe moyenne des pays émergents

- ♦ **Adidas:** résultats en ligne avec les attentes
- ♦ **Barco:** bons chiffres au 1^{er} semestre; position renforcée (*)
- ♦ **Bolloré:** chiffres semestriels le 28/8; position mise en vente (*)
- ♦ **CMB:** chiffres en ligne
- ♦ **Cosan:** résultats Q2 commentés ci-dessus; position renforcée (*)
- ♦ **DSM:** chiffres en ligne
- ♦ **LafargeHolcim:** chiffres Q2 décevants, position renforcée (*)
- ♦ **Volkswagen:** nouveau-venu en portefeuille (*)

Energie

- ♦ **Ganger Rolf:** résultats Q2 affectés par les dépréciations de valeur chez Fred Olsen Energy
- ♦ **Peabody Energy:** rachat par Soros donne lieu à un rebond de cours de > 50%; acter une partie des bénéfices (*)
- ♦ **PNE Wind:** chiffres Q2 supérieurs aux prévisions; nous y reviendrons
- ♦ **Uranium Participation:** le Japon a finalement rouvert le premier réacteur nucléaire; rebond de cours
- ♦ **Velcan:** a obtenu l'approbation techno-économique pour le projet Heo en Inde, palier important.

Or & métaux

- ♦ **ArcelorMittal:** chiffres Q2 honorables; lire par ailleurs; position renforcée (*)
- ♦ **First Quantum Minerals:** repli cours du cuivre + problèmes d'approvisionnement électrique font baisser le cours de manière excessive; position renforcée (*)
- ♦ **Market Vectors Gold Miners ETF:** se redresse car prix de l'or baisse; position vendue temporairement (*)
- ♦ **Silver Wheaton:** litige avec le fisc
- ♦ **Umicore:** chiffres semestriels supérieurs aux prévisions; léger relèvement prévisions

- ♦ **Vale:** chute généralisée matières premières ramène cours à un plancher; position renforcée (*)

Agriculture

- ♦ **Asian Citrus:** changement au niveau de l'actionariat; position actuel CEO a été renforcée
- ♦ **Potash Corp.:** baisse du bénéfice au Q2; abaissement prévisions de bénéfice 2015
- ♦ **Suedzucker:** prix du sucre particulièrement bas
- ♦ **Syngenta:** vend division Semences fleurs (*)
- ♦ **Tessengerlo:** Picanol et Luc Tack ont encore renforcé leur participation; résultats 1H le 26/8 (*)
- ♦ **Wilmar International:** 18% de croissance bénéficiaire au Q2

Vieillesse de la population

- ♦ **Ablynx:** nouveau-venu en portefeuille; étude de phase II ALX-0061 pour le lupus a démarré; résultats 1H le 27/8 (*)
- ♦ **Bone Therapeutics:** enfin des résultats cliniques positifs
- ♦ **Fagron:** CEO Van Jeveren a encore racheté des actions (*)
- ♦ **GlaxoSmithKline:** a vendu un médicament expérimental contre la sclérose en plaques à Novartis (*)
- ♦ **MDxHealth:** sanctionné pour chiffre d'affaires moins bon au Q2; nous y reviendrons (*)
- ♦ **Vertex Pharmaceuticals:** chiffres Q2 supérieurs aux prévisions; reste proie potentielle; nous y reviendrons

(*) = 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)

l'achat (rating 1B) et relevons notre position. A noter que, si *Dilma Rousseff*

était contrainte de partir, une forte hausse de cours serait prévisible. ■

SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

	Rating*	Commentaire
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.
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

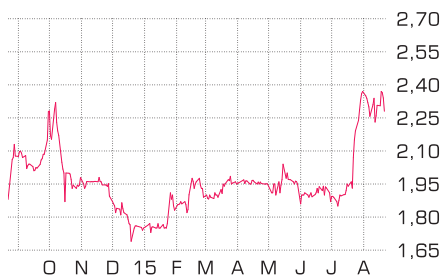
CONSTRUCTION

Deceuninck



En hausse de 18,1 %, les résultats semestriels rendent compte d'une forte croissance du chiffre d'affaires (CA) du producteur flamand de profilés en PVC pour portes et fenêtres. De cette hausse de 18,1 %, à 312,1 millions EUR, 10,9 %, soit plus de la moitié, résulte de l'acquisition, l'été dernier, de *Pimas*, le pionnier des systèmes de châssis en pvc en Turquie, actif sous le nom *Pimapen*. Pimapen est l'appellation la plus connue pour les fenêtres de qualité en Turquie et dispose d'un réseau de 1200 points de vente. Deceuninck est déjà actif depuis 14 ans dans la « tête de pont » entre l'Europe et l'Asie, non sans succès. Ensemble, ils deviendront numéro un du deuxième marché de fenêtres en PVC d'Europe (325.000 tonnes de volume annuel), avec encore un beau potentiel de croissance au cours des prochaines décennies. Pimas a deux sites de production : le plus grand à Gebze (Turquie), mais depuis 2007 un deuxième à Rostov-on-Don (Russie). La Russie est le plus grand marché d'Europe pour les fenêtres en PVC (370.000 tonnes de volume par an) et Deceuninck y est actif depuis environ une décennie. Il ajoute la marque *Enwin* à son assortiment de produits. A périmètre de consolidation identique, on note une augmentation de 7,3 % de son

DECEUNINCK



Cours: 2,28 EUR
Ticker: DECB Bruxelles
Code ISIN: BE0003789063



CA, ce qui représente un résultat très honorable. Grâce à l'Amérique du Nord, qui se distingue positivement avec une croissance des volumes de 42,4 % (+15,3 % à taux de change constants). Les marchés domestiques en Europe occidentale ont connu une très faible évolution l'an dernier mais on note une amélioration, avec une croissance de 5,5 % du CA sur les 6 premiers mois. En Belgique et en France, on espère une augmentation des ventes à partir du 2^e trimestre. L'évolution en Europe Centrale et de l'Est est moins florissante. On y note un recul ultérieur du CA de 7,2 % (-1,7 % à taux de change constants). L'Allemagne, que Deceuninck considère comme faisant partie de la zone Europe Centrale et de l'Est, a constaté une stabilisation au 2^e trimestre. Le pays le plus problématique demeure la Russie. Mais on épinglera plus important que la hausse du CA :

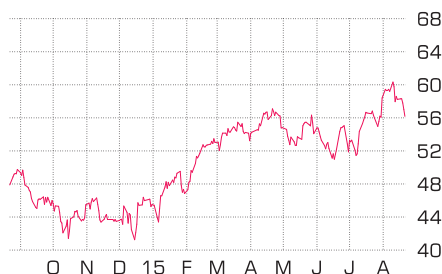
l'amélioration spectaculaire du cash-flow opérationnel récurrent (hors éléments exceptionnels – REBITDA), de 15,2 à 28,7 millions EUR ou une augmentation de 82 % du niveau (décevant) de l'an dernier. C'est du reste nettement plus que le consensus des analystes. La marge de REBITDA s'est hissée de 5,7 à 9,2 %. Le bénéfice opérationnel (EBIT) a triplé de 4 à 12 millions EUR (marge d'EBIT de 1,5 à 3,9 %). Quant au bénéfice net, il est passé de 0,4 à 4,7 millions EUR (0,04 EUR par action). La reprise stratégique de Pimas a aussi contraint une augmentation de capital de 50 millions EUR au travers d'un placement privé, qui a permis à *Gramo BVBA*, le holding contrôlé par *Francis Van Eeckhout*, un entrepreneur belge en matériaux de construction, de devenir actionnaire de référence, avec plus de 20 % des actions détenues. Le holding *Sofina* a également participé et conserve ainsi une participation de 17,5 %.

Conclusion

L'action Deceuninck a rebondi en réaction aux chiffres semestriels supérieurs aux prévisions. Cependant, nous pensons que le titre peut encore prendre de la hauteur, vu sa valorisation encore raisonnable, à un rapport valeur d'entreprise/EBITDA d'un peu plus de 7 pour 2015, un cours/CA de 0,4 et un cours/valeur comptable de 1,1. Notre conseil demeure dès lors positif.

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

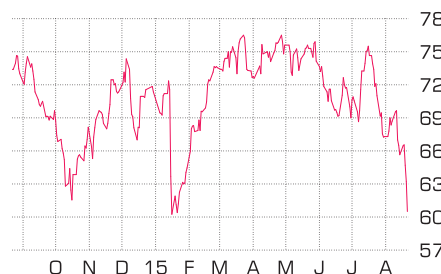
VINCI



Cours: 56,18 EUR
Ticker: DG Paris
Code ISIN: FR0000125486



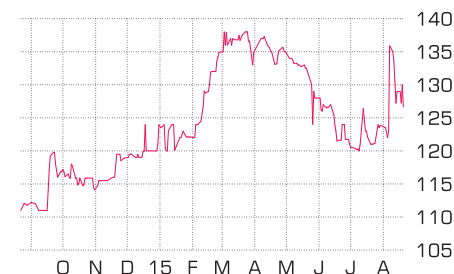
LAFARGEHOLCIM LTD



Cours: 60,50 CHF
Ticker: LHN Zurich
Code ISIN: CH0012214059



MOURY CONSTRUCT



Cours: 126,66 EUR
Ticker: MOUR Bruxelles
Code ISIN: BE0003602134



Actions belges

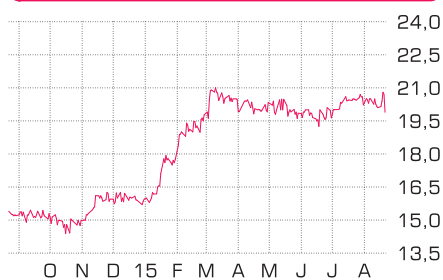
INDUSTRIE

Jensen Group

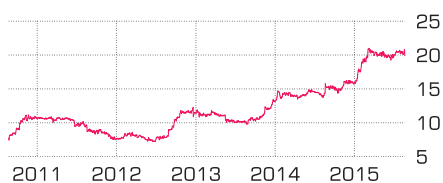


Le message communiqué par Jensen Group aux actionnaires à l'occasion des résultats semestriels 2015 est mitigé. Si le premier semestre fut excellent, la direction se montre plus prudente pour le second. Le carnet de commandes est en effet une surprise désagréable, en ce sens qu'au 30 juin, il était bien moins garni qu'au 31 décembre 2014. A la fin de l'an dernier, il était encore de 33% supérieur à son niveau de fin 2013. Ce qui permettait encore à la direction de qualifier le début d'année de « favorable ». A mi-parcours cependant, on ne note plus qu'une progression de 4% par rapport à la situation qui prévalait au 30 juin 2014. Si l'on tient compte des produits finis et biens en production, la réserve de travail est de 14% inférieure à son niveau de 12 mois plus tôt. C'est pourquoi la direction – généralement prudente – se contente à présent de prévoir un chiffre d'affaires (CA) « supérieur » en 2015 en rythme annuel. Voilà pour les moins bonnes nouvelles. Venons-en aux aspects positifs, les résultats eux-mêmes : le CA a progressé de pas moins de 24,3%, à 150,6 millions EUR, soutenu par la faiblesse de l'euro (EUR). A titre de comparaison : l'an dernier, le CA avait connu une hausse de 8,2% (de 221,4 à 239,6 millions

JENSEN GROUP



► **Cours:** 19,89 EUR
► **Ticker:** JEN Bruxelles
► **Code ISIN:** BE000385875 1



EUR), ce qui était déjà un record. Le cash-flow opérationnel (EBITDA), en progression de 31,3%, a évolué plus positivement encore, à 16,9 millions EUR (2,16 EUR par action). Le résultat opérationnel (EBIT) des six premiers mois est ressorti à 13,57 millions EUR, soit une hausse de 13,6%, conséquence d'un taux d'activité supérieur. Le résultat net, à 9,3 millions EUR (1,19 EUR), est en progression de 14,4% par rapport au 1^{er} semestre 2014. Ces résultats sont légèrement supérieurs aux attentes. Il y avait de fortes chances que cette année soit (très) bonne, comme en témoignait le fait qu'outre le dividende ordinaire de 0,25 EUR brut, le groupe ait versé un dividende supplémentaire de 0,15 EUR pour 2014. Notons que dans le cadre du programme de rachat d'actions propres, aucune action n'a été rachetée sur les six premiers mois de

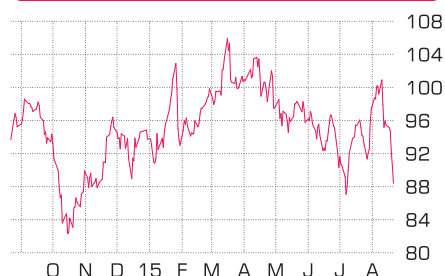
l'année. Pas moins de 800.300 titres ou 10% du total sera racheté sur la période jusqu'au 4 octobre 2017. Fin 2014, le compteur affichait déjà 183.969 ou 23% du total. Nous sommes au même niveau fin juin 2015. La famille danoise est l'actionnaire de référence de Jensen Group et contrôle la société cotée par l'intermédiaire de *Jensen Invest* (51,7%). La cotation en Bourse est un fait « historique ». Jensen Group – autrefois connu sous le nom *LSG* et, auparavant encore *IPSO-ILG* – s'échange uniquement sur le *NYSE Euronext Bruxelles* et a dès lors plutôt le statut de « small cap », avec la faible liquidité qui en découle, même si le groupe est un leader mondial dans une activité de niche. Jensen connaît du reste un seul concurrent au niveau mondial, le groupe allemand *Kannengieser*, qui n'est même pas coté. ■

Conclusion

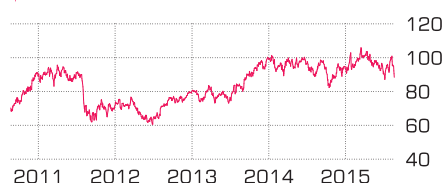
Jensen Group est une société de premier ordre active dans un marché de niche. Mais les prévisions prudentes pour le 2^e semestre et le fait qu'aucune action propre n'ait plus été rachetée freinent le potentiel de l'action. A 12 fois le bénéfice escompté pour 2015, le titre n'a pourtant pas une valorisation excessive.

.....
Conseil: conserver
Risque: faible
Rating: 2A
.....

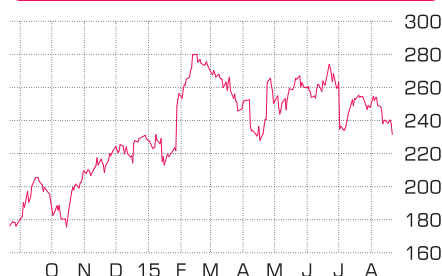
SIEMENS



► **Cours:** 88,40 EUR
► **Ticker:** SIE Xetra
► **Code ISIN:** DE0007236101



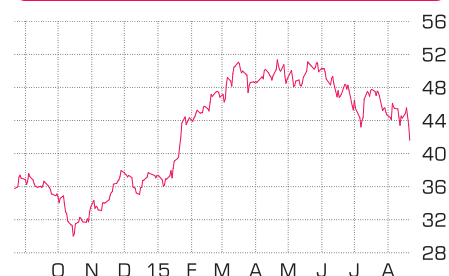
ELECTROLUX



► **Cours:** 231,50 SEK
► **Ticker:** Stockholm
► **Code ISIN:** SE0000103814



ACCOR



► **Cours:** 41,60 EUR
► **Ticker:** AC Paris
► **Code ISIN:** FR0000120404



Actions européennes

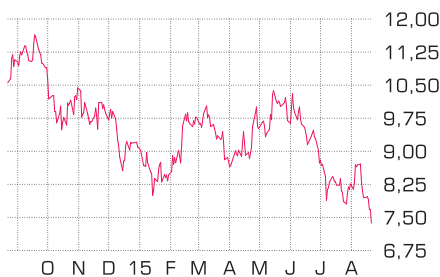
ACIER

ArcelorMittal

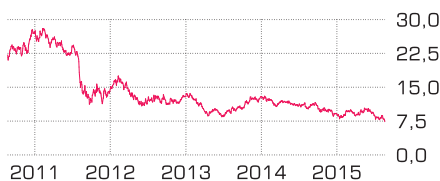


Les résultats sur le deuxième trimestre du premier producteur mondial d'acier sont supérieurs aux prévisions. Les expéditions d'acier sont en hausse de 3,4% en volume par rapport au même trimestre l'an dernier, à 22,1 millions de tonnes. Après six mois, la progression s'établit à 3,3%, à 43,8 millions de tonnes; 10,8 millions de tonnes de minerais de fer comptabilisées au prix du marché ont été expédiées, en hausse de 2,7% par rapport à l'an dernier et de 15,3% par rapport au faible premier trimestre. Au terme du 1^{er} semestre, la hausse s'établit à 1,5%. Le prix moyen réalisé sur l'acier a reculé de 20,5%, et de 5% par rapport au 1^{er} trimestre. La baisse du prix du minerai de fer est encore beaucoup plus marquée, avec respectivement 43% et 6,4%. Au niveau du groupe, les cash-flows opérationnels (EBITDA) ont gagné 1,5% par rapport au 1^{er} trimestre, à 1,4 milliard USD, mais sont en recul de 20,6% par rapport à l'an dernier. Après six mois, la contraction s'établit à 21%, à 2,78 milliards USD. Dans le segment de l'acier, l'Europe se distingue avec un EBITDA de 680 millions USD, en hausse de 10,5% par rapport au trimestre précédent. Sur base semestrielle, il en résulte un gain de 5,8%, à 1,3 milliard USD. Les expéditions ont progressé de 6,7% au 1^{er} semestre. L'Europe

ARCELORMITTAL



Cours: 7,37 EUR
Ticker: MT Amsterdam
Code ISIN: LU0323134006



fait ainsi nettement mieux que toutes les autres régions, qui sont sous pression. En Amérique du Nord, l'EBITDA s'est redressé par rapport au mauvais 1^{er} trimestre (+84,9%, à 225 millions USD; en partie en raison de l'enregistrement de 69 millions USD de charges uniques au 1^{er} trimestre), mais après six mois, ces 347 millions USD représentent une baisse de 34% par rapport à 2014. L'EBITDA réalisé au Brésil a baissé de 12,2%, à 737 millions USD au 1^{er} semestre. La forte dépréciation du real brésilien (BRL) a également un côté positif pour ArcelorMittal puisque le groupe exporte la moitié de la production d'acier au Brésil. La consommation chinoise d'acier s'est contractée de 3,7% au 1^{er} semestre. Sur base annuelle, les exportations chinoises devraient s'établir à 105 millions de tonnes, à comparer à une production de 93,2 millions de tonnes d'ArcelorMittal en 2014. Et la

récente dévaluation de la monnaie chinoise (yuan) n'arrange rien. Plusieurs producteurs d'acier américains ont d'ailleurs demandé des mesures de protection commerciale en protestation contre de prétendues pratiques de dumping en Chine. La diminution prévue de la production d'acier – de 0,9% en Chine et de 1% au niveau mondial – devrait cependant soutenir les cours. La direction d'ArcelorMittal attend donc une amélioration à partir de la deuxième moitié de l'année. La forte baisse du cours du minerai de fer a entraîné une chute de l'EBITDA dans le segment minier : -72,1% sur base semestrielle, à 229 millions USD. Grâce à de fortes réductions des coûts, l'EBITDA s'est cependant stabilisé par rapport au trimestre précédent, à 115 millions USD. Les prévisions pour l'année – EBITDA compris entre 6 et 7 milliards USD – sont inchangées sur la base d'une hausse de 3 à 5% du volume d'acier propre expédié. ■

Conclusion

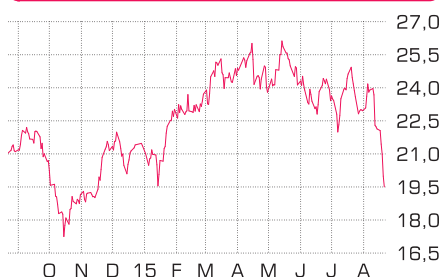
Les résultats d'ArcelorMittal, respectables compte tenu des circonstances, n'ont soutenu l'action que quelques jours. La valorisation – 0,4 fois la valeur comptable et rapport valeur d'entreprise (EV)/côté inférieur de la fourchette de prévisions d'EBITDA de 5,8 – intègre un scénario extrêmement négatif. Nous trouvons le récent recul excessif et passons un ordre d'achat pour le portefeuille modèle.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

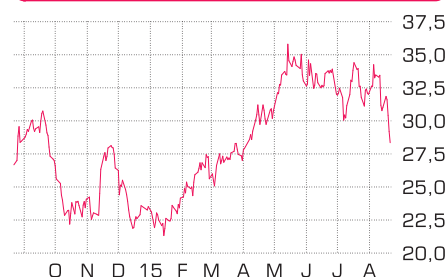
THYSSENKRUPP



Cours: 19,50 EUR
Ticker: TKA Francfort
Code ISIN: DE0007500001



SALZGITTER AG



Cours: 28,35 EUR
Ticker: SZG Francfort
Code ISIN: DE0006202005



VALE



Cours: 4,75 USD
Ticker: VALE NYSE
Code ISIN: US91912E1055



Actions européennes

MATIÈRES PREMIÈRES

Glencore



Les performances opérationnelles et boursières de Glencore sont l'illustration du fait que même les groupes de matières premières diversifiés sont actuellement en difficulté. Glencore, quatrième producteur mondial de matières premières, est entré en Bourse en 2011 à 530 pence (PNC). Quatre ans plus tard, l'action s'échange à moins de deux tiers du cours d'introduction ! Sur cette seule année, elle a perdu près de 50%, soit une performance nettement inférieure à celle de ses concurrents *Rio Tinto* et *BHP Billiton* en 2015. Glencore a opéré à l'écart du marché pendant des décennies, avant de finalement entrer en Bourse pour pouvoir croître. Le groupe a racheté *Xstrata* pour 29,5 milliards USD en 2013 et a ouvertement flirté avec *Rio Tinto* l'an dernier. Une alliance des deux entreprises aurait donné naissance au leader mondial. Mais le retournement du marché a contraint Glencore à revoir ses ambitions. Une dépréciation de 7,6 milliards USD a été enregistrée sur la valeur comptable de *Xstrata* et les nouveaux projets d'acquisition sont pour l'instant au frigo. Au cours du 1^{er} semestre (période de six mois qui s'est clôturée fin juin), une série de dépréciations et de réductions de valeur a amené Glencore à essayer une perte nette de 676 millions USD, contre un

GLENCORE



Cours: 2,25 EUR
Ticker: 8GC Xetra
Code ISIN: JE00B4T3BW64



bénéfice net de 1,7 milliard USD au cours de la même période l'an dernier. Les analystes tablaient sur un bénéfice de 728 millions USD. Le chiffre d'affaires (CA) a baissé d'un quart, à 85,71 milliards USD. Aussitôt après la publication des résultats, la valeur de marché s'est encore réduite de plus de 2 milliards de livres britanniques (GBP), soit près de 3 milliards USD. Les cash-flows opérationnels ajustés (EBITDA) ont baissé de 29% sur base annuelle, à 4,6 milliards USD. C'est la division industrielle (EBITDA de 3,4 milliards USD), surtout exposée au cuivre, au charbon, mais aussi au pétrole brut, qui enregistre le recul le plus marqué. Le cuivre s'échange à son plus bas niveau depuis 2009, le pétrole brut a baissé de moitié ces 12 derniers mois et la situation est carrément catastrophique sur le marché du charbon, d'autant qu'il n'y a aucune amélioration en

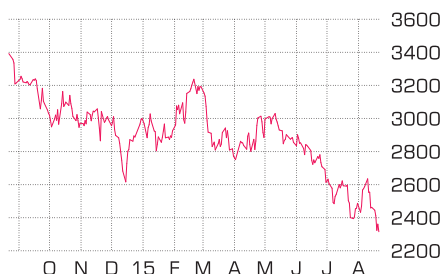
vue. La division Marketing parvient généralement à tempérer l'effet de la conjoncture négative. Dans des conditions normales, environ un quart du bénéfice provient du négoce de matières premières. Cette division mise sur des gains d'arbitrage et achète et vend de tout. Elle ne se limite donc pas aux matières premières produites par le groupe, même si elle possède bien entendu une longueur d'avance concernant ces dernières. Son bénéfice a baissé de 27% à 1,1 milliard USD en raison de conditions de marché difficiles sur le marché du nickel et de l'aluminium. Le dividende est provisoirement maintenu, même si la position d'endettement élevée reste le talon d'Achille du groupe. Pourtant, Glencore est parvenu à réduire sa dette nette de 1 milliard USD, à 29,55 milliards USD. Le budget des dépenses d'investissement 2015 a encore été réduit d'entre 6,5 et 6,8 milliards USD à 6 milliards USD. Il diminuera encore à 5 milliards USD l'an prochain. Glencore compte encore réaliser pour 400 millions USD d'économies supplémentaires en 2015. ■

Conclusion

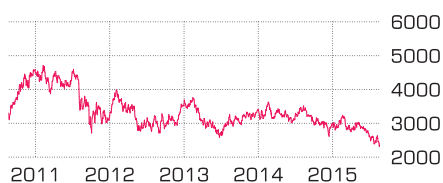
Glencore est retombée à un plancher historique, et cela n'a pas échappé à quelques hedge funds qui ont acquis une participation dans l'entreprise la semaine dernière. Entretemps, la valeur boursière est inférieure à la valeur comptable. A court terme, nous préférons adopter une attitude attentiste.

Conseil: conserver
Risque: moyen
Rating: 2B

RIO TINTO PLC



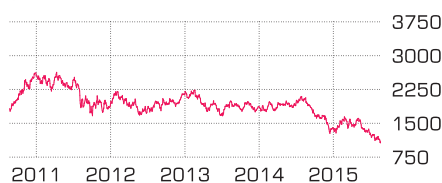
Cours: 2.315,00 PNC
Ticker: RIO Londres
Code ISIN: GB0007188757



BHP BILLITON



Cours: 1.065,50 PNC
Ticker: BLT Londres
Code ISIN: GB0000566504



ANGLO AMERICAN PLC



Cours: 732,80 PNC
Ticker: AAL Londres
Code ISIN: GB00B1XZS820



A chaque semaine sa surprise

Après la Chine la semaine dernière, dont les répercussions de son action monétaire se font toujours sentir, voici que le gouvernement grec surprend. Il a présenté sa démission un jour après avoir obtenu son troisième plan de sauvetage. Le simple fait que les membres de la Troïka ne se soient pas offusqués de la manœuvre en dit long sur leur connivence. Le jeu est toutefois dangereux.

Qu'il fallait écarter les dissidents au sein de Syriza était chose connue. Normalement cela aurait dû se faire au sein même du parti. Mais Syriza n'est pas un parti comme les autres. Le premier Ministre démissionnaire, Tsipras, éliminera tous les dissidents et s'entourera de gens plus accommodables. Il comptera sur sa popularité pour atteindre ce but. Il soutiendra qu'il a été floué jusqu'ici et qu'il abattra d'autres cartes la prochaine fois. Il est peu probable que le peuple grec se laissera bernier une seconde fois. L'incertitude régnera jusqu'aux élections prévues le 20 septembre.

Recul des titres grecs

La décision a fortement perturbé les titres grecs sur le marché obligataire. Les emprunts d'Etat et industriels se sont raffermis. Les gains restaient toutefois médiocres. Les investisseurs ins-

titutionnels misent actuellement sur l'acceptation de titres souverains grecs de la part de la Banque centrale européenne en guise de gage pour ses facilités de crédit, depuis que toutes les instances impliquées ont donné leur accord au nouveau plan de sauvetage. Comme ces titres rapportent beaucoup, ils ne voudraient pas rater le coche.

Mais la démission a aussi pesé sur les titres bancaires grecs. Ils étaient déjà sous pression avant parce que tout le monde se rend compte que

SUR LE MARCHÉ DES CHANGES, L'EURO S'EST RAFFERMI PAR RAPPORT À QUASIMENT TOUTES LES AUTRES DEVISES

l'étape suivante nécessitera un remaniement de la dette souveraine. Les banques grecques, grandes détentrices de tels titres, en souffriront au premier chef. Leurs titres ont perdu plus de 20% la semaine passée. La débâcle est loin d'être terminée. L'avenir s'annonce pire encore.

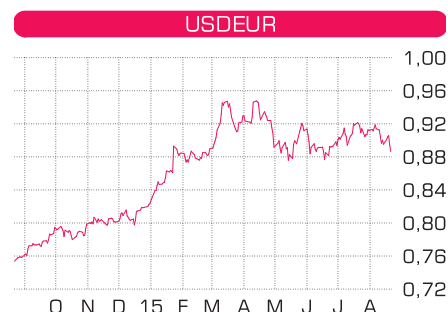
Guerre des devises

La guerre des devises s'amplifie et frappe de plus en plus de devises à

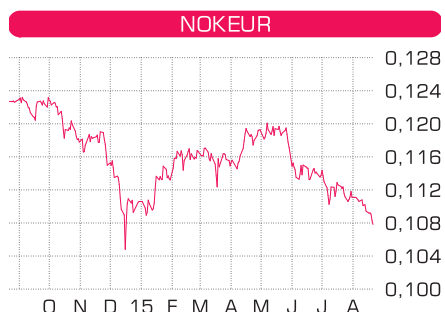
côté de celles liées aux matières premières. Tout le monde accuse la Chine d'avoir engendré cette déroute. La dévaluation du yuan (CNY) serait la preuve d'un ralentissement prononcé de la croissance chinoise, affirme-t-on. Certains prétextent même une incompétence de la part du gouvernement chinois. Il faut cependant raison garder.

La Chine a connu une croissance vertigineuse depuis plusieurs décennies déjà. Aucun pays de cette dimension n'a jamais affiché un tel taux de croissance en aussi peu de temps (il est de 16% en moyenne sur les dix dernières années !). Qu'une économie doive souffler un peu est plus que normal. Et ne perdons pas de vue que ce pays croît toujours. Il est à la recherche d'un tempo qui lui conviendrait mieux.

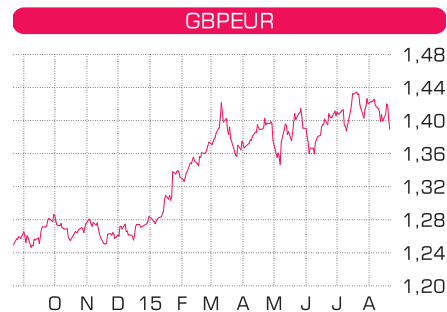
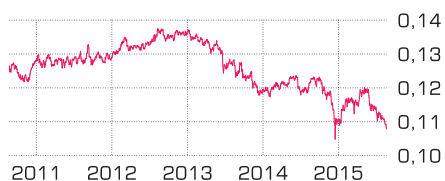
Depuis que les Etats-Unis ne font plus office de locomotive, tout le monde comptait sur la Chine pour reprendre cette fonction. Mais dès son accession au pouvoir, le nouveau gouvernement chinois a changé de cap. Il favorise la croissance interne plutôt que l'externe. Ce sera moins spectaculaire et, surtout, moins profitable pour l'étranger, mais cela se déroulera d'une façon probablement plus sereine. Les spéculateurs occidentaux ont tôt fait de prétendre que la Chine importerait moins. Ce



► **Cours:** 0,89 EUR
 ► **Ticker:** -
 ► **Code ISIN:** -



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



► **Cours:** 1,39 EUR
 ► **Ticker:** -
 ► **Code ISIN:** -



NOUVELLE ÉMISSION (MARCHÉ PRIMAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**
AUD	Apple	2019	2,85%	99,88%	2,90%	28-08	10000	LU A A	A	AU3CB0232304	déconseillée	-
AUD	Apple	2022	3,70%	99,93%	3,71%	28-08	10000	LU A A	A	AU3CB0232296	déconseillée	-
EUR	Banque européenne	2023	0,50%	99,78%	0,53%	27-08	1000	LU A B	B	XS1280834992	acceptable	-
NOK	Banque européenne	2020	1,25%	100,00%	1,25%	01-09	1000000	OS A A	A	N00010743305	coupure !	-
USD	Inter-american development bank	2018	1,35%	99,97%	1,14%	28-08	1000	LU A C	C	US4581X0CQ91	devise !	1
USD	Kommunekredit	2018	1,25%	100,13%	1,21%	27-08	200000	LU A C	C	XS1279561465	coupure !	2

PROBLÈMES EXISTANTS (SOLUTIONS DE RECHANGE SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**
USD	Exxon mobil corporation	2018	1,30%	100,02%	1,30%	30-06	2000	PP A C	C	US30231GAL68	ING	2
USD	Kreditanstalt fuer wiederaufbau	2018	1,13%	99,91%	1,17%	06-02	1000	LU A C	C	US500769GS77	Fortis	1

TAUX OBLIGATAIRES

	Niveau	-1 sem.	-1 an	B 12 m.	H 12 m.
Eonia	-0,12%	-0,13%	0,01%	-0,14%	0,20%
Euribor (360 dagen) Euro 3m	-0,03%	-0,03%	0,18%	-0,03%	0,18%
Euribor (360 dagen) Euro 6m	0,04%	0,05%	0,29%	0,04%	0,29%
Euribor (360 dagen) Euro 12m	0,16%	0,16%	0,46%	0,16%	0,46%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	-0,04%	-0,04%	1,17%	-0,16%	0,44%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,24%	0,28%	0,52%	0,04%	0,52%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,85%	0,90%	1,26%	0,29%	1,27%
Rendement des Obligations int. AAA USD	0,89%	0,94%	0,74%	0,60%	0,95%
Rendement des Obligations int. AAA USD	1,67%	1,73%	1,83%	1,39%	1,91%
Rendement des Obligations int. AAA USD	2,41%	2,59%	2,80%	2,03%	2,95%
EUR/USD	1,13%	1,11%	1,32%	1,06%	1,33%

mise à jour 23/08/2015

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

VARIATIONS DE CHANGE

	Cours*	% 2 ans	% 10 ans
AUD	1,5384	7,97%	-5,00%
CAD	1,4787	1,72%	0,76%
CHF	1,0765	-11,03%	-30,70%
DKK	7,4629	0,10%	0,06%
GBP	0,7198	-10,06%	5,82%
JPY	138,4000	0,51%	2,82%
NOK	9,2745	13,80%	15,81%
NZD	1,6936	7,41%	-3,48%
SEK	9,5314	4,13%	1,75%
USD	1,1281	-14,97%	-7,78%
ZAR	14,5991	2,69%	84,00%

(*) 1EUR=

qui affecterait d'autres pays, dont les exportateurs de matières premières. Ils oublient que la plus grosse partie des importations de matières premières en Chine s'effectue par contrats et est donc insensible aux caprices du marché. Les importations de matériels hautement technologiques faibliront aussi, affirme-t-on. C'est plus que certain, mais pas pour les raisons évoquées : c'est en réalité parce que la Chine est déjà en mesure de les produire elle-même.

Mais avant que les spéculateurs occidentaux retrouvent raison, ils auront perturbé tant de pays en retirant en toute hâte leurs capitaux. Ces pays devront prendre des mesures contraignantes pour sauver leur monnaie. Cela durera encore pas mal de temps avant que le marché trouve son équilibre. Une chose est certaine toutefois : la hausse programmée des taux directeurs par les banques centrales américaine et anglaise sera reportée. Ce qui est une excellente nouvelle pour le court terme pour les porteurs obligataires.

Raffermisssement de l'euro

On y assiste déjà. Bien que le marché

évolue dans un canal baissier, les échelles des taux d'intérêt ont fléchi partout. Les titres souverains et assimilés ont progressé alors que les pourris et ceux liés au pétrole ont fléchi. Sur le marché des changes, l'euro (EUR) s'est raffermi par rapport à quasiment toutes les autres devises. Pas que les perspectives en Europe se soient améliorées. Loin s'en faut. Mais par simple mécanique, comme pendant des autres devises. Le dollar (USD) a perdu 1 %, un peu plus que le CNY, 0,9 %.

Les devises liées aux matières premières se sont effondrées. Le rouble (RUB) a cédé 6 %, le peso mexicain (MXN) 3,5 %, le rand (ZAR) 2,6 %, l'australien (AUD) 1,7 %, le canadien (CAD) 1,5 %, autant que la couronne norvégienne (NOK). Occasion idéale de renforcer les positions dans ces devises, sans se presser bien sûr, le marché est à la recherche d'un nouvel équilibre. Le néo-zélandais (NZD) a gagné 0,6 %, le yen (JPY) 0,2 %. Même le franc suisse (CHF) s'est redressé de 1 %, alors que la livre (GBP) perdait 0,7 %. La lire turque (TRY) pâtit sous les tensions politiques du pays où de nouvelles élections ont été annoncées.

Elle a abandonné 4,2 %.

Coupon variable

Sur le marché primaire, on voit de plus en plus d'émissions à coupon variable lié à un taux de marché. Des emprunts à taux graduels apparaissent aussi, surtout de la part des Landesbank allemandes. Sinon, il n'y a toujours pas grand-chose pour les petits porteurs. **Apple** (AA+) lance trois émissions en AUD, dont deux à coupon fixe. La firme dispose de plus de 200 milliards USD de cash et n'a nul besoin d'emprunter. Elle le fait cependant pour rehausser les dividendes de ses actionnaires. Le marché a réagi avec scepticisme. Le différentiel entre les cours acheteur et vendeur sur le marché gris fait 1 % pour les deux émissions, le double de la normale, surtout pour un émetteur de cette qualité. Les titres se vendent au-dessus du pair (100 %) et s'achètent en dessous de leur prix de souscription. Nous les déconseillons. A titre de comparaison, le différentiel de l'émission en EUR à 8 ans de la **BEI** (AAA, supranationale) est de 8 points de base (0,08 %) et celui de la **Kommunekredit** (AAA, avec garantie danoise) en USD est de 6. ■

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	11,74	EUR	BRU	14,08	7,40	-30,1	-1.174,0	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	127,95	EUR	BRU	142,60	85,50	14,8	15,3	1,0	2A	Conserver
Aedifica	51,27	EUR	BRU	63,02	49,05	21,9	21,6	3,2	2A	Conserver/attendre
Ageas	36,52	EUR	BRU	39,16	23,71	9,8	10,3	3,1	2B	Conserver/attendre
Agfa-gevaert	2,34	EUR	BRU	2,85	1,68	5,7	5,0	0,0	1C	Digne d'achat
Anheuser-bush Inbev	96,47	EUR	BRU	119,65	78,75	20,4	19,9	2,2	2A	Conserver/attendre
Ascencio Demat	56,12	EUR	BRU	64,98	51,07	16,2	16,0	4,0	2A	Conserver
Atenor Group	41,50	EUR	BRU	49,85	35,70	14,1	12,2	3,8	2B	Conserver/attendre
Banimmo A	7,77	EUR	BRU	9,00	6,50	25,1	3,4	0,0	1B	Digne d'achat
Barco	54,01	EUR	BRU	64,85	53,52	21,4	18,9	2,2	1B	Digne d'achat
Befimmo	56,66	EUR	BRU	70,24	54,03	15,2	15,3	4,4	2A	Conserver
Bekaert	25,63	EUR	BRU	30,00	21,90	14,7	11,6	2,2	1B	Digne d'achat
Biocartis	12,50	EUR	BRU	14,95	12,36	-10,3	-13,6	0,0	1C	Digne d'achat
Bone Therapeutics	20,77	EUR	BRU	28,90	16,00	-18,4	-71,6	0,0	1C	Digne d'achat
bpost	21,57	EUR	BRU	27,65	17,66	14,1	13,7	3,6	1A	Digne d'achat
Bque Nat Belgique	3.092,30	EUR	BRU	3.528,00	3.010,00	-	-	3,6	1A	Digne d'achat
Brederode	38,90	EUR	BRU	41,00	27,30	-	-	1,2	2B	Conserver/attendre
Campine	10,50	EUR	BRU	13,29	10,00	-	-	0,0	2C	Conserver
Care Property Invest	13,93	EUR	BRU	17,01	13,14	19,3	18,8	3,9	2A	Conserver
Celyad	45,60	EUR	BRU	70,95	28,01	-13,4	-13,3	0,0	3C	Vendre
Cfe	123,05	EUR	BRU	127,90	70,02	17,3	17,6	1,2	2B	Conserver
Cie Bois Sauvage	230,00	EUR	BRU	252,00	190,00	-	-	2,6	2A	Conserver/attendre
Cmb	13,07	EUR	BRU	18,85	12,00	-5,1	-8,0	0,0	1B	Digne d'achat
Co.br.ha.	2.885,00	EUR	EAX	2.885,00	2.001,00	-	-	0,5	2A	Conserver/attendre
Cofinimmo	93,77	EUR	BRU	113,11	83,81	15,1	15,1	4,2	2A	Conserver/attendre
Colruyt	42,59	EUR	BRU	45,63	32,12	17,5	17,0	1,6	2A	Conserver/attendre
Connect Group	0,89	EUR	BRU	1,88	0,85	-	-	0,0	3B	Vendre
Deceuninck	2,28	EUR	BRU	2,39	1,69	22,8	17,5	0,7	1B	Digne d'achat
Delhaize Group	79,98	EUR	BRU	89,98	48,05	16,3	14,5	1,5	2B	Conserver/attendre
Dexia	0,05	EUR	BRU	0,18	0,02	-2,5	-2,5	0,0	3C	Vendre
D'leteren	32,80	EUR	BRU	37,17	27,16	13,0	11,5	1,8	2B	Conserver/attendre
Econocom Group	7,71	EUR	BRU	8,55	4,83	15,4	13,1	0,0	3B	Vendre
Elia	36,44	EUR	BRU	41,28	34,79	16,1	14,5	3,1	1A	Digne d'achat
Euronav	11,47	EUR	BRU	15,29	7,08	5,9	8,2	1,4	2B	*Conserver/attendre
Evs Broadcast Equipment	23,45	EUR	BRU	38,30	23,12	18,5	11,6	6,0	2B	Conserver/attendre
Exmar	9,64	EUR	BRU	12,45	7,75	10,3	12,9	3,8	2B	Conserver/attendre
Fagron	21,37	EUR	BRU	43,92	21,30	12,1	10,6	3,3	1B	Digne d'achat
Floridienne	89,90	EUR	BRU	94,20	65,00	18,8	12,2	0,0	3B	Vendre
Fluxys Belgium	24,85	EUR	BRU	28,20	24,50	42,1	32,7	3,6	2A	Conserver/attendre
Fountain	1,57	EUR	BRU	3,10	1,57	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Galapagos	54,83	EUR	AMS	59,90	10,00	21,7	-36,3	0,0	3C	Vendre
Gbl	68,39	EUR	BRU	80,69	64,10	16,6	14,4	2,8	2A	Conserver
Gimv	41,90	EUR	BRU	45,24	34,16	-	-	4,3	1A	Digne d'achat
Global Graphics	2,16	EUR	BRU	2,50	1,50	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Greenyard Foods	14,48	EUR	BRU	21,25	10,40	18,8	14,5	0,0	3B	Vendre
Hamon	9,30	EUR	BRU	14,23	8,65	10,0	9,4	0,0	3C	Vendre
Home Invest	84,21	EUR	BRU	95,80	80,60	34,0	30,5	3,7	2A	Conserver
Iba	25,02	EUR	BRU	31,50	11,01	39,1	27,8	0,5	2C	Conserver/attendre
Iep Invest	4,74	EUR	BRU	5,74	3,07	-	-	68,9	2B	Conserver/attendre
Immobel	47,20	EUR	BRU	52,88	39,65	13,4	9,1	2,4	1A	Digne d'achat
Intervest Offices	21,91	EUR	BRU	27,50	19,75	11,5	12,9	4,6	2B	Conserver
Jensen Group	19,89	EUR	BRU	21,40	14,00	11,6	11,3	1,5	2A	Conserver/attendre
Kbc	56,98	EUR	BRU	66,00	36,53	11,0	11,0	2,4	2B	Conserver/attendre
Kbc Ancora	33,80	EUR	BRU	39,10	20,20	19,3	-153,6	2,7	2B	Conserver/attendre
Kinopolis Group	35,55	EUR	BRU	41,15	26,63	24,2	21,8	1,4	2A	Conserver/attendre
Leasinvest (sicafi)	85,03	EUR	BRU	97,99	77,50	16,8	15,9	3,9	2A	Conserver
Lotus Bakeries	1.439,95	EUR	BRU	1.550,00	901,00	26,6	23,5	0,6	2A	Conserver
MdxHealth	3,98	EUR	BRU	5,88	3,11	-11,7	-49,7	0,0	1C	Digne d'achat
Melexis	40,11	EUR	BRU	60,94	28,60	16,0	14,9	1,9	2A	Conserver
Miko	86,00	EUR	BRU	89,25	64,11	-	-	1,2	2A	Conserver
Mithra Pharmaceuticals	10,41	EUR	BRU	12,35	10,20	-11,4	-15,8	0,0	1C	Digne d'achat
Mobistar	18,72	EUR	BRU	21,43	13,72	22,6	18,7	6,9	2B	Conserver
Montea	34,13	EUR	BRU	38,50	31,20	16,4	15,1	2,1	2A	Conserver
Moury Construct	126,66	EUR	BRU	138,00	110,00	-	-	2,2	1B	Digne d'achat
Nyrstar	2,19	EUR	BRU	3,94	1,95	24,3	5,0	0,0	1C	Digne d'achat
Ontex	26,66	EUR	BRU	29,74	17,91	16,8	15,1	0,5	2B	Conserver/attendre
Option	0,25	EUR	BRU	0,40	0,16	-25,0	25,0	0,0	3C	Vendre
Pairi Daiza	58,50	EUR	EAX	61,10	44,00	-	-	2,9	1B	Digne d'achat



	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
Picanol	49,05	EUR	BRU	56,65	23,30	12,0	11,2	0,2	1B	Digne d'achat
Proximus	31,63	EUR	BRU	35,88	24,91	18,8	18,4	3,2	2A	Conserver/attendre
Quest for Growth	9,60	EUR	BRU	10,46	6,82	-	-	13,9	2B	Conserver/attendre
Realdolmen	18,66	EUR	BRU	22,98	15,80	8,1	-	0,0	2B	Conserver
Recticel	5,20	EUR	BRU	6,27	3,81	16,8	11,3	3,0	1B	Digne d'achat
Resilux	155,05	EUR	BRU	171,00	94,80	25,8	17,4	0,9	1A	Digne d'achat
Retail Estates	68,11	EUR	BRU	76,97	58,92	16,6	15,7	3,2	2A	Conserver
Rosier	196,50	EUR	BRU	205,00	186,00	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Roularta	14,59	EUR	BRU	16,10	10,79	8,3	8,1	0,0	-	Pas de rating (éditeur IB)
Saptec	31,07	EUR	BRU	39,50	27,05	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Sioen	14,40	EUR	BRU	16,66	9,35	15,7	14,8	1,8	2B	Conserver/attendre
Sipef	40,67	EUR	BRU	56,97	40,01	18,4	14,5	2,3	1B	Digne d'achat
Smartphoto Group	0,52	EUR	BRU	0,53	0,25	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Sofina	101,70	EUR	BRU	107,75	78,16	-	-	1,7	2A	Conserver
Softimat	1,96	EUR	EAX	2,99	1,94	-	-	23,1	2A	Conserver
Solvac Nom	115,00	EUR	BRU	142,30	115,00	-	-	3,7	2A	Conserver/attendre
Solvay	104,65	EUR	BRU	141,10	104,05	13,9	11,5	2,3	2B	Conserver/attendre
Telenet Group Holding	49,34	EUR	BRU	57,00	40,67	27,7	25,8	0,0	2B	Conserver/attendre
Ter Beke	78,99	EUR	BRU	80,25	56,75	14,4	12,4	2,5	2B	Conserver
Tessengerlo	32,76	EUR	BRU	37,01	18,32	19,5	15,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Texaf	32,25	EUR	BRU	36,74	28,00	21,5	18,6	1,0	1B	Digne d'achat
Thrombogenics	4,57	EUR	BRU	9,29	4,56	-3,9	-5,2	0,0	2C	Conserver/attendre
Tigenix Nv	0,71	EUR	BRU	0,85	0,48	-5,1	-7,1	0,0	2B	Conserver/attendre
TINC	10,96	EUR	BRU	11,47	10,64	21,1	19,9	0,0	1B	Digne d'achat
Tubize (fin)	53,75	EUR	BRU	63,21	48,05	-	-	0,6	2A	Conserver/attendre
Ucb	67,50	EUR	BRU	75,62	59,01	34,3	26,2	1,1	2A	Conserver/attendre
Umicore	35,45	EUR	BRU	46,33	29,74	16,8	15,1	2,3	2B	Conserver/attendre
Van De Velde	53,39	EUR	BRU	58,99	36,30	17,1	15,9	4,5	2A	Conserver
Vastned Retail Belgium	54,00	EUR	BRU	62,93	52,00	21,2	20,6	3,8	2A	Conserver
Vranken-Pommery	27,01	EUR	PAR	29,60	21,75	22,0	17,3	3,4	1B	Digne d'achat
Warehouses De Pauw	70,53	EUR	BRU	76,69	52,30	15,0	13,7	3,5	2A	Conserver
Warehouses Estates Belgium	62,00	EUR	BRU	68,98	58,00	-	-	4,2	2A	Conserver
Wereldhave B Sicafi	95,61	EUR	BRU	113,95	84,00	16,3	16,0	3,6	2A	Conserver
Zenitel	1,08	EUR	BRU	1,29	0,78	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Zetes Industries	29,01	EUR	BRU	29,95	20,35	-	-	1,6	2B	Conserver

Check-list Europe

	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseils
7C Solarparken	1,88	EUR	FRA	2,40	1,28	18,8	13,4	0,0	1B	Digne d'achat
Adidas	65,48	EUR	XTR	78,05	52,94	18,7	17,1	2,3	1A	Digne d'achat
Aegon	5,55	EUR	AMS	7,70	5,55	7,9	7,1	4,1	2B	Conserver/attendre
Ahold	17,53	EUR	AMS	19,89	11,56	16,9	15,5	2,7	2A	Conserver
Air France - Klm	5,97	EUR	PAR	8,89	5,68	-9,3	6,3	0,0	1C	Digne d'achat
Aker Asa Group	147,50	NOK	OSL	229,50	136,00	5,3	3,8	5,8	1A	Digne d'achat
Alcatel - Lucent	2,97	EUR	PAR	4,57	1,78	18,5	11,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Anglo American Plc	732,80	PNC	LON	1.603,00	705,80	1.145,0	1.017,8	7,3	1B	Digne d'achat
Anglo Eastern Plantations	570,50	PNC	LON	690,00	539,00	851,5	641,0	0,5	1A	Digne d'achat
ArcelorMittal	7,37	EUR	AMS	11,75	7,36	-40,9	13,2	2,0	1B	Digne d'achat
Areva	7,86	EUR	PAR	12,64	7,27	-5,3	-12,3	0,0	1B	Digne d'achat
Asian Bamboo Ag	0,23	EUR	XTR	1,19	0,21	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Asian Citrus	9,62	PNC	LON	15,00	5,30	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
ASML	76,99	EUR	AMS	104,85	68,29	23,1	18,7	0,8	2B	Conserver/attendre
Banco Santander	5,60	EUR	MAD	7,96	5,60	10,8	9,7	5,1	1B	Digne d'achat
BASF	69,26	EUR	XTR	97,22	64,27	13,0	11,5	3,9	2A	Conserver/attendre
Bayer	119,55	EUR	MAD	146,70	94,40	17,0	15,1	1,8	2A	Conserver/attendre
Beiersdorf	72,00	EUR	FRA	84,32	60,86	25,3	23,3	0,8	1A	Digne d'achat
BHP Billiton	1.065,50	PNC	LON	1.981,00	1.063,50	1.183,9	1.869,3	7,3	1B	Digne d'achat
Black Earth Farming Ltd	3,25	SEK	STO	4,99	2,65	6,0	5,7	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
BMW	80,13	EUR	XTR	123,75	74,74	8,7	8,2	3,5	2A	Conserver/attendre
BNP Paribas	55,58	EUR	PAR	61,00	43,14	9,9	8,9	2,6	2B	Conserver/attendre
Bolloré	4,47	EUR	PAR	5,40	3,31	29,8	27,9	1,2	2B	Conserver/attendre
Boskalis	46,59	EUR	AMS	49,21	36,59	14,9	15,3	3,4	1A	Digne d'achat
BP	357,20	PNC	LON	499,25	242,10	1.488,3	1.190,7	6,7	2C	Conserver/attendre
Carrefour	28,55	EUR	PAR	33,24	21,42	17,0	15,1	2,1	2B	Conserver/attendre
Casino	60,51	EUR	PAR	92,51	60,24	14,9	13,4	5,1	1A	Digne d'achat
CFAO	31,20	EUR	PAR	33,50	28,20	-	-	2,8	1B	Digne d'achat
CGG	3,55	EUR	PAR	8,87	3,55	-4,2	-9,9	0,0	2B	Conserver/attendre
Compagnie des Alpes	18,11	EUR	PAR	18,60	14,28	15,6	13,4	1,9	1B	Digne d'achat
Danone	56,60	EUR	PAR	67,74	49,84	19,3	17,7	2,4	2A	Conserver/attendre
Delta Lloyd Groupe	10,36	EUR	AMS	19,44	10,33	4,4	4,3	9,8	2B	Conserver/attendre
Doro Ab	45,00	SEK	STO	49,80	25,10	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
DSM	46,24	EUR	AMS	55,37	42,40	19,0	15,9	3,4	1A	Digne d'achat
E.ON	10,47	EUR	XTR	15,46	10,94	12,5	13,4	4,6	2B	Conserver
Edf	19,86	EUR	PAR	26,12	19,52	9,8	10,1	5,9	2A	Conserver
Electrolux	231,50	SEK	STO	282,80	175,10	21,8	14,6	2,7	2B	Conserver/attendre
Enqie	16,21	EUR	PAR	20,57	16,08	13,5	12,1	5,7	1A	*Digne d'achat



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

Essilor	104,30	EUR	PAR	121,10	74,09	27,8	24,8	0,9	2A	Conserver/attendre
Financière de l'Odet	975,00	EUR	PAR	1.138,80	765,10	-	-	0,1	2A	Conserver
Fonc. Fin. Part. (FFP)	64,51	EUR	PAR	80,10	42,21	-	-	1,7	3B	Vendre
Fred Olsen Energy	37,03	NOK	OSL	151,70	35,47	1,8	2,6	54,3	1B	Digne d'achat
Fresenius SE	60,60	EUR	XTR	66,56	36,00	23,8	21,0	0,7	2A	Conserver/attendre
Fugro	15,90	EUR	AMS	28,75	8,67	24,1	16,2	9,4	2A	Conserver/attendre
Gamesa	12,75	EUR	MAD	16,74	6,44	19,0	15,9	0,5	2B	Conserver/attendre
Ganger Rolf	61,00	NOK	OSL	107,00	57,00	-	-	5,1	1B	Digne d'achat
GlaxosmithKline	1.324,50	PNC	LON	1.645,00	1.296,50	1.742,8	1.558,2	5,7	1A	Digne d'achat
Glencore	2,25	EUR	XTR	4,70	2,25	22,5	14,1	6,5	2B	Conserver/attendre
HAL Trust	162,50	EUR	AMS	174,45	107,55	20,5	19,5	3,2	3A	Vendre
Henkel	93,08	EUR	XTR	115,70	72,16	19,3	17,9	1,4	2A	Conserver/attendre
Imtech	0,05	EUR	AMS	126,50	0,04	-0,1	-1,7	0,0	3C	Vendre
Inditex	29,01	EUR	MAD	32,54	19,29	30,9	27,6	1,4	2B	Conserver/attendre
Ing Groep	13,15	EUR	AMS	16,00	9,68	11,1	11,2	0,0	2B	Conserver/attendre
Julius Baer	48,00	CHF	ZUR	54,55	33,77	14,4	13,3	1,9	1B	Digne d'achat
K + S Ag	33,52	EUR	XTR	40,28	19,12	12,0	13,4	2,6	2B	Conserver/attendre
KPN	3,31	EUR	AMS	3,66	2,13	55,2	41,4	0,0	2B	Conserver/attendre
LafargeHolcim	55,91	EUR	PAR	73,78	55,91	21,9	15,6	2,1	1A	Digne d'achat
Lanxess	45,49	EUR	XTR	56,50	33,52	20,7	13,9	1,1	1B	Digne d'achat
L'Oréal	154,20	EUR	PAR	181,30	117,05	24,8	23,1	1,6	2B	Conserver
LVMH	145,70	EUR	PAR	176,60	109,41	19,1	16,7	1,9	2A	Conserver/attendre
Lyxor Gold Bullion Securities	97,65	EUR	PAR	111,91	85,15	-	-	-	1B	Digne d'achat
Marine Harvest	96,50	NOK	OSL	110,30	79,50	15,3	10,8	4,9	3B	Vendre
Maurel Et Prom	4,61	EUR	PAR	12,00	4,46	27,1	6,7	0,0	2B	Conserver
Medivir B	78,25	SEK	STO	140,50	69,00	10,5	72,5	0,0	2B	Conserver/attendre
Michelin	85,19	EUR	PAR	103,90	65,10	10,7	9,7	2,8	1B	Digne d'achat
Mp Evans Group Plc	376,12	PNC	LON	484,75	359,75	1.253,8	940,3	2,1	1B	Digne d'achat
Nestlé	71,10	CHF	ZUR	77,00	64,15	21,2	19,8	3,0	2A	*Conserver/attendre
Nokia Corporation	5,51	EUR	HEL	7,87	5,64	17,2	16,7	2,5	3B	Vendre
Novartis	93,50	CHF	ZUR	103,20	78,60	18,8	17,5	2,7	2A	Conserver
Orpea	68,01	EUR	PAR	70,25	42,81	25,7	21,9	1,2	2A	Conserver/attendre
Pernod-Ricard	98,83	EUR	PAR	117,75	82,23	19,5	17,3	1,6	3A	Vendre
Philips	23,00	EUR	AMS	28,00	20,69	16,0	13,8	3,1	2A	Conserver/attendre
PNE Wind	1,99	EUR	FRA	2,95	1,92	7,7	2,3	0,0	1B	Digne d'achat
Polarcus Ltd	0,18	NOK	OSL	2,68	0,17	-0,2	-0,3	0,0	1C	Digne d'achat
Purecircle Ltd	417,50	PNC	LON	635,00	288,00	3.916,7	4.638,9	0,0	1B	Digne d'achat
Renault	73,95	EUR	PAR	100,25	49,50	7,4	6,2	2,3	2B	Conserver/attendre
Rio Tinto Plc	2.315,00	PNC	LON	3.448,50	1.785,00	1.420,2	1.315,3	6,2	1B	Digne d'achat
Roche	260,70	CHF	ZUR	295,80	238,80	18,5	16,9	3,0	2A	Conserver/attendre
Royal Dutch Shell A	23,45	EUR	AMS	31,11	23,41	17,8	14,8	6,9	1B	Digne d'achat
SABMiller Plc	3.023,00	PNC	LON	3.857,00	3.105,00	2.028,9	1.877,6	2,3	2A	Conserver/attendre
Sanofi	88,26	EUR	PAR	101,10	69,58	15,4	14,8	3,1	2A	Conserver/attendre
SAP	59,96	EUR	XTR	70,81	50,08	16,3	15,0	1,8	3B	Vendre
Sbm Offshore	9,52	EUR	AMS	13,40	8,11	8,3	7,4	0,0	1C	Conserver/attendre
Seadrill	58,35	NOK	OSL	233,80	58,05	24,3	30,9	0,0	1B	Digne d'achat
Seb	82,90	EUR	PAR	93,95	57,26	18,9	16,3	1,7	1B	Digne d'achat
Siemens	88,40	EUR	XTR	106,35	80,17	13,5	12,7	3,6	2A	Conserver/attendre
South32	71,00	PNC	LON	120,26	52,57	443,8	546,2	0,0	1B	Digne d'achat
Standard Chartered	780,10	PNC	LON	1.250,18	557,50	1.218,9	963,1	3,4	2B	Conserver/attendre
Statoil	123,40	NOK	OSL	182,50	118,20	15,3	12,3	5,7	1A	Digne d'achat
Suedzucker Ag	12,62	EUR	XTR	16,70	9,89	52,6	21,4	1,8	1B	Digne d'achat
Swatch Group	370,00	CHF	ZUR	510,00	350,00	16,0	14,3	2,0	1A	Digne d'achat
Syngenta	368,00	CHF	ZUR	435,20	273,20	20,8	18,5	2,9	2A	Conserver/attendre
Technip	46,26	EUR	PAR	71,32	44,91	9,5	10,1	4,3	1B	Digne d'achat
Telefonica	12,80	EUR	MAD	14,30	10,76	16,0	15,6	4,3	2B	Conserver/attendre
Telenor	164,50	NOK	OSL	186,10	128,90	15,8	14,4	4,4	2A	Conserver/attendre
TomTom	8,87	EUR	AMS	10,95	5,05	44,4	25,4	0,0	2C	Conserver/attendre
Total	41,08	EUR	PAR	52,09	38,25	11,4	10,7	5,7	1A	Digne d'achat
Tullow Oil	202,70	PNC	LON	739,50	185,60	5.067,5	1.559,2	0,0	1B	Digne d'achat
Unilever Nv	36,02	EUR	AMS	42,75	28,75	19,7	18,3	3,0	2A	Conserver/attendre
Vedanta Resources	460,00	PNC	LON	1.105,22	353,21	5.333,3	1.000,0	8,4	1C	Digne d'achat
Velcan	12,50	EUR	EAX	14,85	8,84	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund	2,33	USD	LON	2,73	1,35	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinci	56,18	EUR	PAR	60,35	39,65	16,0	14,9	3,1	1B	Digne d'achat
Vivendi	21,80	EUR	PAR	24,83	17,32	39,6	37,6	12,9	1B	Digne d'achat
Vodafone Group Plc	224,90	PNC	LON	258,00	179,10	4.498,0	3.748,3	4,8	2B	Conserver/attendre
Volkswagen VA	166,95	EUR	XTR	262,45	147,40	7,4	6,6	2,7	1A	*Digne d'achat
Vopak	38,00	EUR	AMS	54,32	37,13	14,7	13,7	2,0	2B	Conserver/attendre
Yara International	369,90	NOK	OSL	444,60	284,40	10,0	9,9	3,2	2B	Conserver/attendre

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.

