



Pour tout conseil en placement

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

11 septembre 2015 - n° 37B

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

l'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

La croissance toujours molle

Sommaire

ACTIONS 2-5

CFE

Elia

RealDolmen

Texaf

CHECK-LIST B 6

Hors Europe

FLASH 7

Cameco

DÉRIVÉS 8

Profitez du regain de volatilité (II)

MARCHÉ EN GRAPHIQUES 9

Nyrstar

Ter Beke

UCB

Zetes

OPTIONS 10

Umicore

QUESTIONS DES LECTEURS 10-11

Aedifica

Immobel

PORTEFEUILLE 12

Fagnon

Index d'actions

Aedifica	10
Cameco	7
CFE	2
Elia	3
Fagnon	12
Immobel	11
Nyrstar	9
RealDolmen	4
Ter Beke	9
Texaf	5
UCB	9
Umicore	10
Zetes	9

Ces derniers mois et semaines, les difficultés rencontrées par la Chine ont ramené à l'avant-plan la situation de l'économie mondiale. Ce lien n'est pas dénué de sens, dans la mesure où la Chine, portée par une croissance spectaculaire ces dernières décennies, était devenue la deuxième économie mondiale. La Chine n'est pas (encore) « cruciale » pour la croissance de l'Union européenne (UE) et des Etats-Unis, mais son essoufflement n'est pas sans conséquences pour certains pays asiatiques tels que le Japon et la Corée du Sud.

Cela dit, la problématique de croissance mondiale n'est pas neuve : elle était sur la table avant le ralentissement de la croissance de la Chine. Ces dernières années, le scénario s'est représenté systématiquement : les économistes et les stratégies du FMI, de la Banque mondiale et

des grandes banques (d'affaires) internationales commencent l'année avec des prévisions de croissance en hausse, pour réduire ensuite la voilure en cours d'année. Ce ne fut pas différent en 2015. Ces mêmes économistes étaient convaincus que l'économie mondiale serait à même d'atteindre l'objectif de croissance de 3% cette année. Ces dernières semaines pourtant, les opérateurs ne cessent de revoir cette prévision à la baisse. La plupart des institutions sont actuellement autour de 2,5%, ce qui correspond au rythme de croissance de 2012, 2013 et 2014. La croissance de 3% est cette fois annoncée pour... 2016.

Dans les faits cependant, la croissance stagne depuis déjà quatre ans et nous ne nous approchons plus des rythmes de croissance de la période 2000-2007

(avant la crise financière, donc), cinq années marquées par une croissance mondiale de 4,5 à 5%. Malgré les milliers de milliards d'euros ou de dollars de soutien des banques centrales. Au sein de la zone euro également, le rétablissement de la croissance du 2^e trimestre est manifestement resté inférieur aux prévisions des économistes. Ou comme l'a si bien formulé *Schroders* : 'stuck in second gear'. Le redressement économique de la zone euro reste autrement dit bloqué en deuxième vitesse.

Les banquiers centraux à l'œuvre

L'analyse de l'évolution économique et financière des cinq dernières années

DES MESURES DE SOUTIEN SUPPLÉMENTAIRES SONT À PRÉVOIR DANS LA ZONE EURO

démontre cependant que croissance en demi-teinte ne signifie pas forcément contreperformance des marchés boursiers. C'est

même plutôt le contraire. Les perspectives de croissance des Etats-Unis sont également en baisse, ce qui apaise les craintes d'une succession de relèvements de taux par la *Federal Reserve*. La *Banque centrale européenne* a déjà indiqué, par l'intermédiaire de *Mario Draghi*, que l'organisme interviendrait en cas de prévisions inférieures de croissance et d'inflation. Attendons-nous à de nouvelles mesures de soutien, donc. La BCE pourrait p. ex. relever le montant mensuel (actuellement de 60 milliards EUR) consacré au rachat d'obligations d'Etat et/ou reporter l'échéance du programme de rachat (pour l'heure prévue à septembre 2016). A l'évidence, un retour à la normale de la politique monétaire n'est pas imminent au niveau mondial. ■

Actions belges

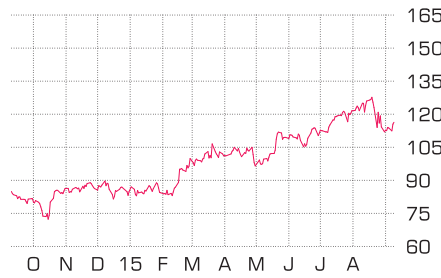
CONSTRUCTION ET DRAGAGE

CFE



L'action du groupe de construction et de dragage avait perdu plus de 5% après le rapport semestriel. Les résultats n'étaient certes pas mauvais, mais vu la valorisation tendue, l'action était vulnérable à toute nouvelle moins positive. En l'occurrence, il s'agissait de résultats décevants dans le pôle Contracting (construction). Le premier trimestre avait déjà été marqué par une baisse supérieure aux attentes du chiffre d'affaires (CA) de 26,2%, à 201,1 millions EUR. Au terme du 1^{er} semestre, le compteur affiche 463,7 millions EUR, soit -17,9% par rapport à la même période l'an dernier. Une partie de l'explication réside dans la vente, début 2004, des activités des Entreprises Van Wellen. Plus inquiétant est le résultat opérationnel (EBIT) négatif de 23,3 millions EUR enregistré par la division, contre encore 5,8 millions EUR au 1^{er} semestre 2014. CFE évoque plusieurs projets déficitaires à Bruxelles et les frais de restructuration dans les filiales étrangères. De plus, les problèmes déjà signalés au Tchad n'évoluent pas favorablement. CFE y travaille sur deux projets, mais le client – dans les deux cas l'Etat tchadien – affiche de lourds arriérés de paiement en raison de problèmes financiers. L'exposition totale y atteint près de

CFE



Cours: 116,35 EUR
Ticker: CFEB Bruxelles
Code ISIN: BE0003883031



70 millions EUR. Le carnet de commandes reste heureusement assez stable (1,08 milliard EUR fin juin, -4,1% depuis fin 2014), mais CFE ne prévoit pas de retour à la rentabilité avant 2016. Une poursuite des efforts d'assainissement s'impose et les problèmes dans Contracting révèlent à nouveau le talon d'Achille historique de CFE, à savoir l'apparition régulière des projets à problèmes dans la construction qui pèsent sur la rentabilité. Ils étaient d'ailleurs la principale cause de la sous-valorisation historique de CFE. Les choses ont changé avec l'apport dans CFE, fin 2013, de la participation de 50% que détenait Ackermans & van Haaren (AvH) dans DEME. L'opération s'avère une nouvelle fois une bénédiction absolue pour les actionnaires de CFE, car les résultats de DEME ont été à nouveau excellents au 1^{er} semestre. Le CA a certes reculé

de 3,4% à 1,17 milliard EUR, mais l'EBIT a bondi de 85,6% à 180,3 millions EUR, soit une hausse de la marge d'EBIT de 8,3% à 15,4% (12,3% au 2^e semestre 2014). De plus, le carnet de commandes a grossi de 1,6 milliard EUR et s'élevait fin juin à 3,36 milliards EUR, contre 2,42 milliards EUR fin 2014. Au niveau du groupe, le CA s'est contracté de 7,3% à 1,64 milliard EUR. L'EBIT a gagné 55,6% à 152,7 millions EUR, soit une marge d'EBIT de 9,3% (contre 5,5%), et le bénéfice net a progressé de 72,3% à 110,9 millions EUR (4,38 EUR par action). Comme prévu, les nouveaux investissements annoncés dans DEME ont accru la dette financière, passée de 188,1 millions EUR fin 2014 à 412,1 millions EUR fin juin. ■

Conclusion

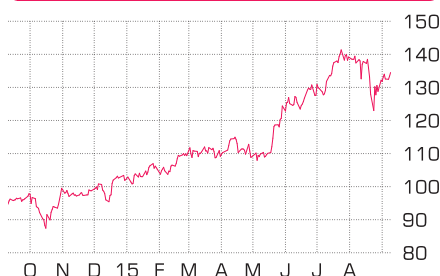
Le cours de CFE s'est rapidement stabilisé après la première réaction d'effroi qui a suivi la publication du rapport semestriel. La sous-valorisation historique par rapport à Boskalis a cependant disparu avec un rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flows opérationnels (EBITDA) attendus en 2015 de 6,3 et un rapport cours/bénéfice attendu en 2015 de 15,8. Le potentiel de cours devra provenir d'optimisations dans la division Construction.

Conseil: conserver

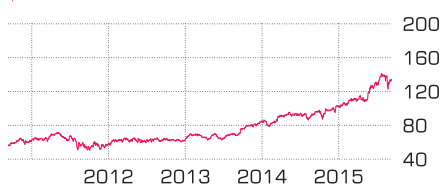
Risque: moyen

Rating: 2B

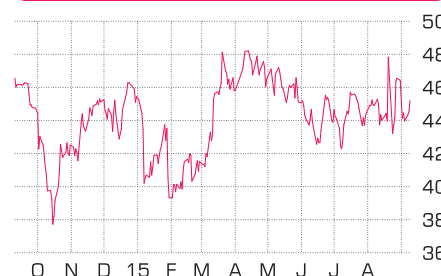
ACKERMANS & VAN HAAREN



Cours: 134,50 EUR
Ticker: ACKB Bruxelles
Code ISIN: BE0003764785



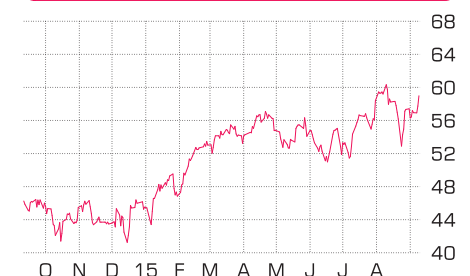
BOSKALIS



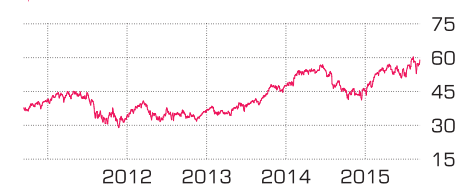
Cours: 45,20 EUR
Ticker: BOKA Amsterdam
Code ISIN: NL0000852580



VINCI



Cours: 58,99 EUR
Ticker: DG Paris
Code ISIN: FR0000125486



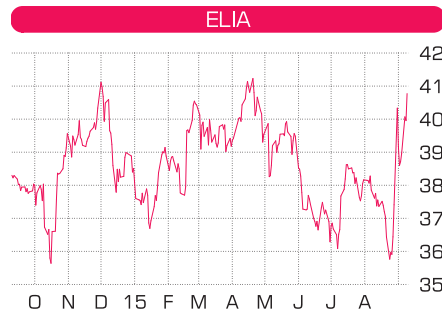
Actions belges

ÉNERGIE

Elia



Fin août, le gestionnaire de réseaux haute tension Elia a pu publier des résultats particulièrement solides. Tant dans ses activités belges (*Elia Transmission*) qu'au niveau de sa filiale allemande *50Hertz*, Elia a dégagé un bénéfice net de 93 millions EUR. C'est certes 1,6% de moins qu'à la même période l'an dernier, mais à l'époque, les chiffres de *50Hertz* avaient été soutenus par plusieurs éléments favorables, qui lui avaient valu un complément de bénéfice net de 22,9 millions EUR. Sur base comparable, le bénéfice net d'Elia a donc progressé de quelque 20%, et cette tendance devrait se confirmer sur l'ensemble de l'année. En 2015, le bénéfice devrait être compris entre 165 et 170 millions EUR, contre de précédentes estimations de 120 à 130 millions EUR de bénéfice net moyen pour la période 2015-2019. Elia assied autrement dit sa position stratégique sur les marchés de l'énergie. Compte tenu de l'importance grandissante de l'énergie verte, le réseau haute tension joue un rôle clé dans la fourniture de l'électricité produite au client. Pour Elia, cela signifie concrètement que le groupe peut investir largement en Belgique comme en Allemagne, et Elia peut y compter sur un rendement relativement garanti. En bref : plus les investissements sont élevés, plus les bénéfices seront plan-



♦ **Cours:** 40,78 EUR
 ♦ **Ticker:** ELI Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003822393



tureux. Notons la hausse du bénéfice net de 10% chez Elia Transmission, malgré le repli du taux belge à long terme. Le bénéfice qu'Elia peut réaliser en Belgique dépend notamment du taux à long terme : plus celui-ci est faible, moins le rendement d'Elia sera important. Or ces taux ont baissé à une moyenne de 0,96% au 1^{er} semestre de cette année, contre 2,08% un an plus tôt, ce qui a coûté au groupe 7 millions EUR de bénéfice net. Pour autant, le taux à long terme permet aussi à Elia de se (re)financer à meilleur compte. Ainsi ses charges de financement ont-elles baissé de pas moins de 17% grâce à la combinaison d'un taux plus faible et d'une dette moyenne légèrement moins importante. Ce qui lui a fourni un bonus de près de 10 millions EUR. A partir de l'an prochain, Elia peut aussi compter sur un nouvel accord tarifaire favorable avec la CREG. Elia

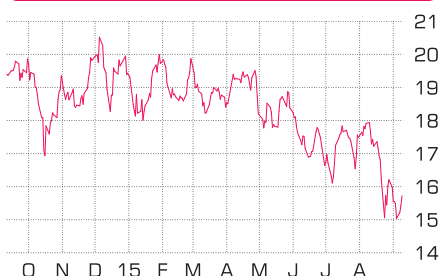
bénéficiera d'un rendement supplémentaire sur plusieurs investissements d'une importance stratégique pour l'intégration des marchés de l'électricité, comme la construction de la ligne haute tension *Stevin* entre Zeebrugge et Zomergem. Ce qui pourrait livrer au groupe jusque 30 millions EUR de revenus supplémentaires d'ici à 2019. Chez *50Hertz* également, on investit pleinement dans la réalisation de l'*Energie-wende* allemande. Au 1^{er} semestre de cette année, 181 millions EUR ont été investis et le rythme d'investissement (et donc la croissance bénéficiaire de *50Hertz*) devrait rester élevé au cours des années à venir. Au 1^{er} semestre, le bénéfice opérationnel comparable (EBIT) s'est accru de 20,8%. La participation de 60% dans *50Hertz* représente entre-temps quelque 60% du bénéfice net d'Elia. ■

Conclusion

Grace à la hausse du bénéfice de 20%, le dividende brut de 1,54 EUR est assuré (3,75% de rendement de dividende brut). A partir de 2016, une hausse significative du dividende appartient aux possibilités. A moins que des investissements complémentaires nécessitent ces capitaux, mais ceci bénéficierait de toute façon à la rentabilité du groupe. En tant qu'action défensive présentant des perspectives de croissance, Elia mérite une place dans votre portefeuille.

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

ENGIE



♦ **Cours:** 15,72 EUR
 ♦ **Ticker:** ENGI Paris
 ♦ **Code ISIN:** FR0010208488



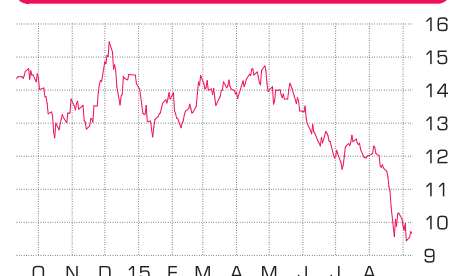
RWE



♦ **Cours:** 13,04 EUR
 ♦ **Ticker:** RWE Xetra
 ♦ **Code ISIN:** DE0007037129



E.ON



♦ **Cours:** 9,67 EUR
 ♦ **Ticker:** EOAN Xetra
 ♦ **Code ISIN:** DE000ENAG999



Actions belges

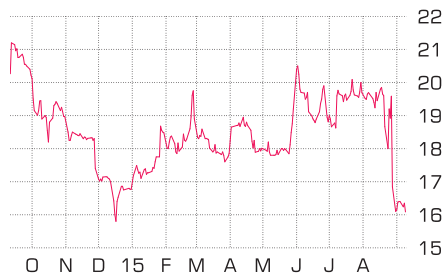
TECHNOLOGIE

RealDolmen



L'action RealDolmen a abandonné 4% après la publication de résultats trimestriels décevants et une révision à la baisse des prévisions en matière de chiffre d'affaires (CA) et de marges. Le fournisseur belge de services informatiques avait pourtant été performant en Bourse au premier semestre, récupérant même en quelques mois la totalité des pertes essuyées l'an dernier. Avec le terrain concédé sur la publication du récent rapport semestriel, RealDolmen a aujourd'hui retrouvé le niveau du début de l'année. Le nouvel exercice 2015-2016 a mal commencé avec une baisse du CA de 4,4%, à 51,1 millions EUR. Ce sont surtout les résultats de la division *Infrastructure Products* qui ont déçu. Alors qu'elle avait enregistré une croissance de 10% au même trimestre l'an dernier, cette division accuse un recul de 3,6%, à 17,6 millions EUR. En cause : l'essor du *cloud-computing*. Désormais, les entreprises ne construisent plus leurs propres centres de données, mais louent la capacité nécessaire. Ce qui réduit les besoins de hardware. RealDolmen profite d'ailleurs de cette tendance dans d'autres divisions, mais pour l'instant pas suffisamment pour compenser la baisse des ventes de hardware. *Professional Services*, la plus grande division du groupe, a vu son CA légèrement aug-

REALDOLMEN



► **Cours:** 16,08 EUR
► **Ticker:** REA Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0003899193



menter (+0,5%), à 25 millions EUR. Dans cette division, la branche *Application Services* a été particulièrement performante. Au contraire d'*Infrastructure Services*, pour les mêmes raisons que celles qui expliquent la baisse des ventes de produits : une grande partie du CA provient en effet de la construction et de la gestion de centres de données. Du côté de *Business Solutions* – développement d'applications propres –, le CA a baissé de 17,7%, à 8,57 millions EUR. Le recul paraît impressionnant, mais la base de comparaison est très défavorable en raison d'un trimestre exceptionnel il y a un an. De plus, RealDolmen mise surtout sur des projets à plus forte marge bénéficiaire dans cette division. C'est d'ailleurs nécessaire, car l'exercice précédent a été marqué par une marge de REBIT (bénéfice opérationnel récurrent) négative, même si la deuxième moitié de l'année, avec +4,5%,

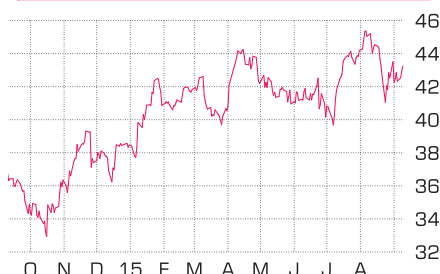
était déjà nettement meilleure que la première. RealDolmen a encore communiqué que le CA du groupe baisserait légèrement cette année par rapport à 2014-2015 (224,7 millions EUR). Le principal problème est cependant que le redressement de la rentabilité ne se poursuivra pas. La direction pronostiquait une marge de REBIT de 5% pour l'exercice 2015-2016. Mais RealDolmen a dû revenir sur cet objectif après seulement un trimestre. La rentabilité de la division *Infrastructure Products* (4,3% l'an dernier) va à nouveau régresser. Du côté de *Professional Services* (8,6%), on table sur un statu quo par rapport à l'an dernier, alors que *Business Solutions* devrait être rentable cette année, mais avec un CA en baisse. Au total, la marge au niveau du groupe n'atteindra donc pas 5%, mais plutôt le niveau de l'an dernier (3,8%). Un dividende sera à nouveau distribué, le premier en 15 ans. Le rendement ne dépassera cependant pas 1,3%. ■

Conclusion

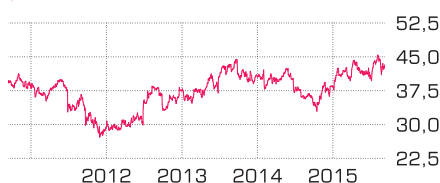
Malgré la faible valorisation (près de 10 fois les bénéfices attendus et 0,7 fois la valeur comptable), nous avons toujours été réticents face à RealDolmen en raison de l'absence de perspectives de croissance. Les nouvelles prévisions en matière de CA et de marges bénéficiaires nous confortent dans ces réserves. Le dividende n'est pas en soi une raison suffisante de recommander l'action.

.....
Conseil: conserver
Risque: moyen
Rating: 2B
.....

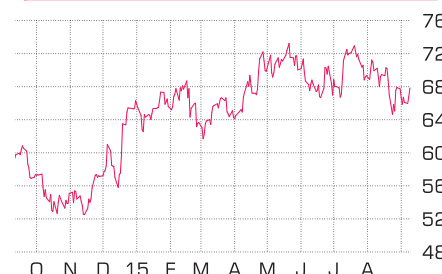
COLRUYT



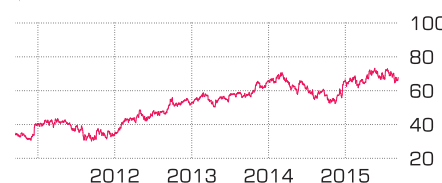
► **Cours:** 43,24 EUR
► **Ticker:** COLR Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0974256852



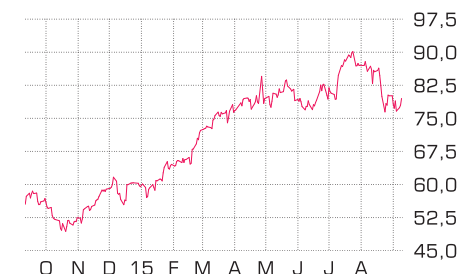
ATOS



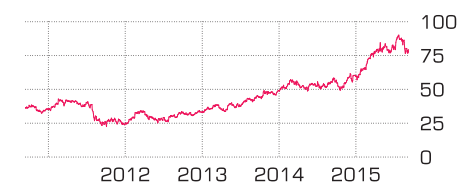
► **Cours:** 67,83 EUR
► **Ticker:** ATO Paris
► **Code ISIN:** FR0000051732



CAP GEMINI



► **Cours:** 79,52 EUR
► **Ticker:** CAP Paris
► **Code ISIN:** FR0000125338



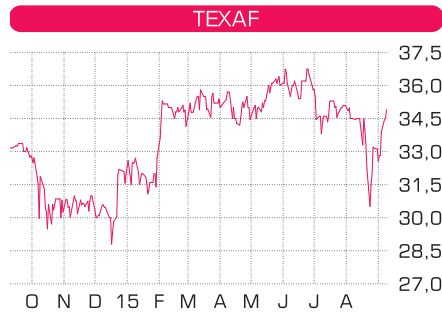
Actions belges

IMMOBILIER

Texaf



Pour une année 2015 annoncée « de transition », les résultats semestriels sont plutôt bons. Qui dit Texaf, dit République Démocratique du Congo (RDC). Et aussi revenus importants sur des projets immobiliers dans ce grand pays africain. Les problèmes administratifs et juridiques rencontrés par le groupe sont compensés par des rendements annuels de 20 à 25 %, soit très largement supérieurs à ceux de notre pays. Il s'agit principalement de sites de premier choix à Kinshasa, et bien sécurisés. Les revenus locatifs ont à nouveau progressé de 7 % au 1^{er} semestre, à 7,1 millions EUR, grâce à la mise en place des 2^e et 3^e phases du projet « *Champ de Coton* » (28 appartements entre 2 et 4 chambres) et à un espace de bureaux livrés à une grande ambassade. Et ce, alors qu'un important locataire (une institution internationale) s'est en grande partie retirée vers l'Est du pays. La perte de ce locataire freine évidemment la croissance du chiffre d'affaires (CA). Mais grâce à cela, une rénovation peut avoir lieu et dans quelques années, le groupe pourra demander un loyer bien plus élevé. Avec *Carrigrès* (carrière de grès à Kinshasa, avec au moins 40 années de réserves), nous passons aux activités industrielles. Là, le groupe a noté une



► **Cours:** 34,90 EUR
► **Ticker:** TEXTF Bruxelles
► **Code ISIN:** BE0974263924



hausse de son CA (+6 %, à 2,7 millions EUR). Son résultat opérationnel (EBIT) a rebondi de 88 %, à 909 millions EUR. Il faut y ajouter que l'an dernier fut moins bon pour Carrigrès en raison de la perte d'un contrat fixe, et du fait que le dollar vigoureux a donné un coup de pouce au résultat cette année. Malgré ces déconvenues, Carrigrès est maintenu au sein du groupe car cette activité génère des cash-flows libres élevés, qui sont utilisés pour la promotion immobilière. Le résultat opérationnel récurrent (REBIT; hors éléments exceptionnels) au niveau du groupe s'est accru de 9 %, à 3,6 millions EUR. Le bénéfice net s'est accru de 26 %, à 2,85 millions EUR. Par action, cela représente 0,80 EUR, car 11 % d'actions (354.370 nouveaux titres) se sont ajoutées au capital, en faveur du groupe chinois *CHA* de Hong Kong. En échange, la société *Immotex* (14 hec-

tares dans le centre et 104 hectares de terrains non développés en dehors de Kinshasa) sera intégralement placée dans le giron du groupe Texaf (autrefois 50-50 avec *CHA*). Ce qui offre la possibilité au groupe de connaître encore une croissance soutenue, au cours des 5 à 10 prochaines années, dans la promotion de projets immobiliers, y compris celle de plus de 1000 logements sur les 104 ha en dehors de Kinshasa, en plus de bureaux, villas et appartements dans la capitale. Le litige autour d'*Imbakin* (créance reconnue et inscrite dans les comptes de l'Etat congolais pour une valeur de 51 millions EUR hors intérêts) avec *Cobepa* a été réglé. La direction table sur un REBIT encore plus élevé au 2^e semestre par rapport au premier, et a confirmé ses ambitions en termes de dividende (+20 % par an), ce qui suppose que nous pouvons tabler sur un dividende brut de 0,56 à 0,58 EUR par action pour l'exercice 2015. ■

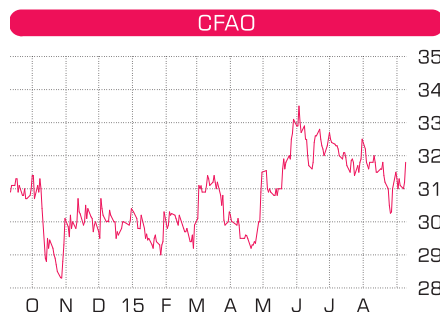
Conclusion

Le potentiel de bénéfice à plus long terme reste considérable et intact. Le creux attendu dans la croissance du bénéfice du fait du départ d'un important locataire est finalement contenu. Cela dit, le cours stagne depuis plusieurs mois. Dans le passé, cette configuration s'est avérée une opportunité pour l'investisseur de long terme en quête de valeur.

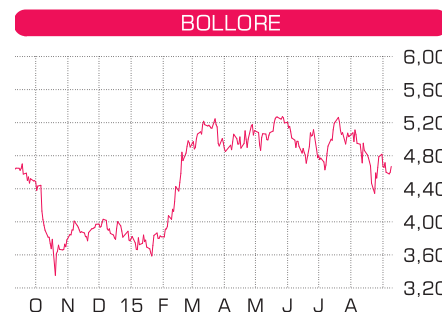
Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

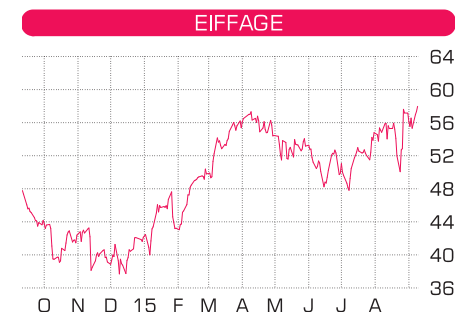
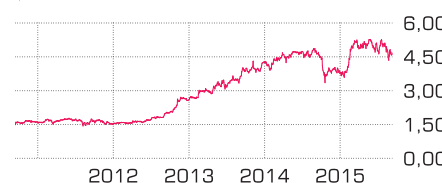
Rating: 1B



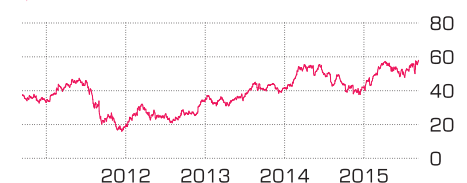
► **Cours:** 31,80 EUR
► **Ticker:** CFAO Paris
► **Code ISIN:** FR0000060501



► **Cours:** 4,67 EUR
► **Ticker:** BOL Paris
► **Code ISIN:** FR0000039299



► **Cours:** 57,97 EUR
► **Ticker:** FGR Paris
► **Code ISIN:** FR0000130452



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	78,52	USD	NASD	87,25	58,51	37,9	24,2	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	21,55	USD	NYSE	35,25	21,00	45,9	37,2	1,4	1C	Digne d'achat
Alcoa	9,57	USD	NYSE	17,75	7,97	12,3	10,8	1,2	2B	Conserver/attendre
Anfield Nickel	0,72	CAD	TOR	1,07	0,65	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	110,15	USD	NASD	134,54	92,00	12,1	11,3	1,9	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	42,99	USD	NYSE	53,91	41,63	13,7	12,4	2,4	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,29	AUD	ASE	1,69	1,20	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	6,27	USD	NYSE	17,01	6,23	13,9	9,1	1,2	1C	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	130,59	USD	NYSE	155,36	125,50	18,8	16,5	0,0	2A	Conserver
Blackberry	9,58	CAD	TOR	15,10	8,56	-29,9	-39,9	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	132,65	USD	NYSE	158,83	115,14	16,5	14,2	2,7	3B	Vendre
Cameco	14,01	USD	NYSE	19,97	12,38	13,9	11,0	2,1	1C	Digne d'achat
Caterpillar	67,78	EUR	PAR	84,45	66,02	13,7	14,9	4,1	2B	Conserver/attendre
CF Industries	56,96	USD	NYSE	70,32	47,89	12,8	11,0	2,1	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	25,94	USD	NASD	30,31	22,49	11,3	10,6	3,2	2B	Conserver
Coca Cola	38,30	USD	NYSE	45,00	36,56	19,1	18,1	3,2	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	2,88	USD	NYSE	7,45	2,67	-3,9	-4,9	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	3,38	USD	NYSE	13,60	3,12	9,9	6,4	3,3	1B	Digne d'achat
Cresud	10,21	USD	NASD	15,17	8,90	-11,2	-23,2	0,0	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	79,57	USD	NYSE	98,23	76,76	14,6	17,1	3,0	2A	Conserver/attendre
Disney (Walt)	101,91	USD	NYSE	122,08	78,54	20,1	18,2	1,3	3B	Vendre
Dupont De Nemours	43,93	EUR	PAR	76,00	43,86	13,8	12,4	2,9	2B	Conserver
Ebay Inc	26,20	USD	NASD	29,35	19,50	14,7	13,4	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	81,09	USD	NYSE	90,18	60,58	24,7	22,7	2,3	2A	Conserver/attendre
Encana	6,96	USD	NYSE	23,32	5,55	-36,6	25,8	4,0	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	72,00	USD	NYSE	98,05	66,55	17,9	15,3	4,0	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	90,17	USD	NASD	99,24	70,32	43,6	32,9	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	151,56	USD	NYSE	185,19	130,01	14,0	12,2	0,6	3B	Vendre
First Quantum Minerals	7,20	CAD	TOR	24,37	5,75	21,8	6,5	1,0	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	47,60	USD	NASD	73,78	39,18	14,2	12,0	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	13,53	USD	NYSE	16,82	10,44	8,0	7,0	4,1	3B	Vendre
Franco-Nevada	54,69	CAD	TOR	74,10	49,96	70,1	60,8	1,9	1B	Digne d'achat
Freeport-McMoRan	10,73	USD	NYSE	35,10	7,76	26,2	5,6	2,0	1B	Digne d'achat
Gabriel Resources	0,35	CAD	TOR	1,09	0,25	-17,5	-17,5	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	24,55	USD	NYSE	28,68	19,37	18,9	15,9	3,5	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	29,62	USD	NYSE	38,99	24,62	6,6	5,8	5,0	3B	Vendre
Gold Fields	2,81	USD	NYSE	6,01	2,42	46,8	17,6	0,6	1C	Digne d'achat
Google	609,60	USD	NASD	678,64	487,56	21,1	18,1	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	27,26	USD	NYSE	41,10	24,85	7,5	7,3	2,5	3B	Vendre
Imgold	2,05	CAD	TOR	4,09	1,50	-5,9	-6,8	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	145,05	USD	NYSE	195,00	140,62	9,2	9,0	3,5	1B	Digne d'achat
ICBC	11,89	USD	OTC	18,10	11,00	4,9	4,7	6,1	2B	Conserver/attendre
Intel	29,24	USD	NASD	37,90	24,87	13,6	12,7	3,5	2B	Conserver/attendre
Itau Unibanco Holding	7,07	USD	NYSE	17,29	6,83	6,4	6,0	2,8	1B	Digne d'achat
Kinross Gold Corporation	1,55	USD	NYSE	3,83	1,57	-31,0	-77,5	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,08	CAD	TOR	0,23	0,08	-8,0	-8,0	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	13,13	USD	ARCX	24,64	12,96	-	-	0,6	2B	Conserver/attendre
MasterCard	89,97	USD	NYSE	99,18	69,64	26,6	22,2	0,7	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	95,43	USD	NYSE	101,88	87,50	20,3	18,5	3,5	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	47,00	EUR	PAR	56,34	41,00	13,4	12,3	3,0	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	43,07	USD	NASD	50,05	39,72	15,9	14,2	2,7	3A	Vendre
Monsanto Company	93,24	USD	NYSE	126,00	89,34	16,2	14,5	2,2	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	39,58	USD	NYSE	53,83	37,20	12,0	11,1	2,7	1B	Digne d'achat
Motorola Solutions Inc	68,30	USD	NYSE	70,26	56,40	20,7	17,7	2,1	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	15,62	USD	NYSE	27,90	15,39	13,5	16,3	0,6	1B	Digne d'achat
Nike	109,86	USD	NYSE	117,72	79,29	26,3	23,1	1,0	2B	Conserver
Novo Nordisk	55,79	USD	NYSE	60,34	41,72	28,6	24,0	0,9	2A	Conserver/attendre
Pan American Silver	6,30	USD	NASD	13,23	5,85	-12,4	-27,4	3,0	1B	Digne d'achat
Peabody Energy	2,01	USD	NYSE	14,76	0,99	-1,0	-1,6	0,5	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	90,83	USD	NYSE	100,76	76,48	20,0	18,5	3,0	2A	Conserver/attendre
Petrobras	5,09	USD	NYSE	18,56	4,68	7,2	5,1	0,0	2C	Conserver/attendre
Pfizer	31,96	USD	NYSE	36,46	27,51	15,4	13,8	3,2	2A	Conserver/attendre
Potash Corp.	25,49	USD	NYSE	37,60	23,90	10,7	9,6	5,7	1B	Digne d'achat
Procter&Gamble	68,48	USD	NYSE	93,89	65,02	17,8	15,9	3,8	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	57,21	USD	ARCX	68,68	52,61	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	22,34	USD	ARCX	24,86	20,58	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	54,32	USD	NASD	78,53	52,59	11,8	11,6	3,4	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	3,27	CAD	TOR	5,81	2,80	-81,8	-163,5	0,0	1C	Digne d'achat



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e15	P/e16	Rend.	Rating	Conseil
Schlumberger	74,40	USD	NYSE	105,85	68,01	21,1	20,2	2,6	2A	Conserver/attendre
Silver Wheaton	11,40	USD	NYSE	24,22	11,18	15,0	12,1	1,7	2B	Conserver/attendre
Sociedad Quimica y Minera	16,73	USD	NYSE	28,32	12,65	13,8	11,6	7,0	2B	Conserver/attendre
Spdr Gold Trust	106,13	USD	ARCX	125,58	103,43	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	248,30	USD	NASD	286,65	181,40	-288,7	102,6	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	0,56	USD	NYSE	2,84	0,42	-3,7	18,7	0,0	1C	Digne d'achat speculatif
Transocean Inc	14,47	USD	NYSE	37,56	11,26	4,4	103,4	4,5	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	7,75	USD	NYSE	12,14	7,63	-	-	0,2	1C	Digne d'achat
Twitter	27,18	USD	NYSE	55,99	21,01	82,4	43,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,17	CAD	TOR	5,76	4,82	-57,4	5,5	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	4,99	USD	NYSE	12,73	4,13	-26,3	20,0	3,6	1B	Digne d'achat
Vasco Data	15,81	USD	NASD	35,00	15,00	14,2	13,6	0,0	2B	Conserver/attendre
Vertex Pharmaceuticals	129,95	USD	NASD	143,45	91,04	-57,5	42,2	0,0	1B	Digne d'achat
Wal-Mart Stores	65,12	USD	NYSE	90,97	61,50	14,3	13,7	3,0	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	18,40	USD	OTC	25,56	18,29	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	31,52	USD	NASD	52,62	29,00	46,4	44,4	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	0,61	USD	NYSE	3,98	0,55	-1,1	-2,2	0,0	3C	Vendre
Yum! Brands	81,02	USD	NYSE	95,90	65,81	23,0	19,9	2,0	2A	Conserver/attendre

Flash

CAMECO

Miser sur un redressement de l'uranium

Ces derniers temps, le cours de l'uranium a progressé à contre-courant de la tendance générale dans les matières premières. Une livre d'uranium qui sert de carburant pour centrales nucléaires coûtait encore 28 USD (prix spot pour livraison directe) il y a 12 mois. Actuellement, elle fluctue autour de 36 USD. Cette ascension n'est peut-être pas spectaculaire, mais reste digne d'intérêt. L'uranium est peu à peu en train de s'extraire de la grave crise où l'avait plongé la catastrophe nucléaire de Fukushima en mars 2011, il y a maintenant 4,5 ans. L'énergie nucléaire, et donc indirectement l'uranium, commence à bénéficier de plusieurs facteurs. Au début du mois dernier, le président américain Obama a présenté un *Clean Power Plan* axé sur la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Un rôle important y a été réservé à l'énergie nucléaire. Selon les chiffres de la *World Nuclear Association* (WNA), on recense aujourd'hui 99 centrales nucléaires opérationnelles aux Etats-Unis. C'est près d'un quart du nombre total mondial (436). Il faut y ajouter cinq centrales en construction. Mais c'est surtout la Chine qui mise pleinement sur l'énergie nucléaire. Elle compte actuellement 26 centrales opérationnelles, plus 25 en construction. La capacité nucléaire de la Chine a ainsi doublé depuis début 2013. La Chine est à présent le 6^e consommateur mon-

dial d'uranium, même si l'énergie nucléaire ne représente encore que 2% de la production totale d'électricité. Sa part doit atteindre 20% d'ici à 2030. La Russie et l'Inde se distinguent également avec respectivement neuf et six nouvelles centrales en construction. L'Inde a déjà annoncé son intention d'accroître ses réserves d'uranium. Autre fait à noter : le Japon a redémarré le réacteur *Sendai 1* le mois dernier. *Sendai 2* suivra cet automne, et d'autres réacteurs seront en principe relancés en 2016. La WNA s'attend à ce que la consommation mondiale d'uranium augmente en moyenne de 4% par an au cours des 10 prochaines années. Pour 2015, l'offre totale est estimée à 155 millions de livres. Avec 165 millions de livres, la demande est légèrement supérieure. Mais il faudra d'abord consommer les réserves existantes, et c'est également la principale raison pour laquelle le cours de l'uranium n'est pas déjà (beaucoup) plus élevé. Les réserves inutilisées de carburant nucléaire ont longtemps perturbé l'équilibre du marché. L'absence de chiffres clairs (pour des raisons politiques et stratégiques) complique quelque peu le timing du redressement. Dans le meilleur des cas, l'offre restera stable au cours des années à venir, car en raison de la faiblesse des cours, on n'a que peu, voire pas du tout investi dans de nouvelles capacités de production.

Le leader sur le marché nord-américain, Cameco, a réalisé un bénéfice net ajusté de 115 millions de dollars canadiens (CAD) au 1^{er} semestre, à peu près du niveau d'il y a un an. La production a progressé de 8% sur base annuelle à 10,5 millions de livres, surtout grâce à un très bon 2^e trimestre. Sur l'ensemble de l'exercice, elle devrait être comprise

entre 25,9 et 26,3 millions de livres en raison d'une hausse de la production à *Cigar Lake* et *McArthur River*. Le prix spot perçu a augmenté de 17% à 37,26 USD au 1^{er} semestre. Le prix contractuel, le plus important pour la plupart des producteurs d'uranium qui opèrent dans le cadre de contrats à long terme, a gagné 4%, à 48,5 USD. Cameco s'échange à 13,5 fois les bénéfices attendus en 2016, un rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flows opérationnels (EBITDA) 2016 de 9 et surtout à 1,25 fois la valeur comptable. ■

Conclusion

L'amélioration de la situation fondamentale de l'uranium ne se reflète pas encore dans le cours des actions. Cameco s'échange à proximité de son plus bas niveau en 11 ans. Nous intégrons l'action dans notre Sélection dans l'optique d'un redressement du cours de l'uranium.

CAMECO



Cours: 14,01 USD

Ticker: CCJ NYSE

Code ISIN: CA13321L1085



Conseil: digne d'achat

Risque: élevé

Rating: 1C

Profitez du regain de volatilité (II)

Après les produits à effet de levier la semaine dernière, nous nous intéressons dans ce numéro à plusieurs trackers qui permettent de miser sur un regain de volatilité. Nous distinguons les trackers « ordinaires », qui se contentent de suivre un indice, des versions plus sophistiquées qui proposent une allocation dynamique des actifs investis.

Trackers sur indices simples

iPath S&P500 VIX Short Term Futures

ETN

Ticker : VXX
Emission : janvier 2009
Performance 4 semaines jusqu'au 9/09. : +81,8%
Performance depuis le 01/01/2015 : -7%
Rendement sur 12 mois : +4,7%
Volume journalier moyen : 68,5 millions
Actifs sous gestion : 1,02 milliard USD
Frais annuels de gestion : 0,89%

Ce tracker qui appartient à la famille iPath de l'émetteur Barclays dépasse largement ses concurrents en termes d'actifs sous gestion et de liquidités. Il a pour valeur sous-jacente l'indice S&P500 VIX Short Term Futures. Dans la pratique, il s'agit de contrats à terme sur le VIX à un et deux mois. Actuellement, il suit donc l'évolution des cours des contrats venant à échéance en octobre et novembre. Comme les produits à effet de levier, le gestionnaire procède à un roulement des positions. Les futures sur le VIX étant actuellement en situation de déport (*backwardation*, les contrats venant à échéance plus tard sont moins chers), ce roulement engendre un rendement positif. Mais comme expliqué la semaine dernière, une telle situation relève plus de l'exception que de la règle. Les taux de rendement du VXX illustrent qu'il s'agit plutôt d'un investissement à court terme, en cas de regain de volatilité. Le rendement est beaucoup moins spectaculaire à plus long terme, mais les produits de ce type n'ont pas été conçus pour cela.

ProShares VIX Short Term Futures ETN

Ticker : VIXY
Emission : juin 2011
Performance 4 semaines jusqu'au 9/09. : +81,6%
Performance depuis le 01/01/2015 : -7%
Rendement sur 12 mois : +4,6%

Volume journalier moyen : 2,23 millions
Actif sous gestion : 114,5 millions USD
Frais annuels de gestion : 0,85%

Ce tracker émis par ProShares est coté depuis janvier 2011 sous le ticker VIXY. L'indice sous-jacent est le même que pour le VXX, d'où un rendement similaire. Le VIXY est plus petit en termes d'actifs sous gestion et de liquidités, mais facture des frais annuels légèrement plus faibles. Le **Velocity-Shares Daily Long VIX short Term Futures ETF** reflète le même indice, mais est moins liquide que le VIXY pour des frais annuels comparables au VXX. Il ne présente donc guère de plus-value par rapport aux deux trackers précédents.

AccuShares Spot CBOE VIX Fund Up ETF

Ticker : VXUP
Emission : mai 2015
Volume journalier moyen : 25 000
Frais annuels de gestion : 0,95%

Ce tracker émis par AccuShares n'est sur le marché que depuis quelques mois. Sa particularité réside dans le fait qu'il n'investit pas dans des contrats à terme sur le VIX, mais directement dans l'indice de volatilité de la CBOE. Les investisseurs ne doivent donc pas se soucier d'une situation de contango ou de *backwardation*. En revanche, les frais annuels de gestion sont un peu plus élevés que chez les trackers qui investissent dans des contrats à terme. Autre particularité : le rendement est distribué chaque mois, après quoi le tracker reprend sa valeur nominale. Le VXUP n'étant sur le marché que depuis quelques mois, les volumes restent plutôt faibles.

Allocation dynamique

Outre les trackers passifs sur la volatilité, on trouve également des variantes qui répartissent les actifs entre des futures sur le VIX, des actions et des liquidités. Nous en analysons deux exemples.

Barclays S&P500 Veqtor ETN

Ticker : VQT
Emission : août 2010
Performance depuis le 01/01/2015 : -9,9%
Rendement sur 12 mois : -8,4%
Rendement op 3 ans : +7,6%

Volume journalier moyen : 38 000
Actifs sous gestion : 435 millions USD
Frais annuels de gestion : 0,95%

Ce tracker, émis par Barclays comme le VXX, reflète le S&P500 Dynamic Veqtor Total Return Index. Il se distingue des trackers classiques sur la volatilité par le fait que ses gestionnaires combinent une gestion active et passive. L'indice se compose de trois éléments, à savoir l'indice S&P 500 (tracker SPY, la composante actions), le S&P 500 VIX Short-Term Futures Index (tracker VXX, la composante volatilité implicite) et une partie des liquidités. Le poids de ces éléments fait l'objet d'une gestion dynamique et évolue constamment. Pour déterminer la composition du tracker, les gestionnaires s'intéressent notamment à la tendance en matière de volatilité. En cas de volatilité croissante, un poids plus élevé est attribué aux futures sur le VIX. Si la volatilité baisse, le poids de la composante Actions sera accru. La partie liquidités fait office de pare-chocs.

UBS ETRACS S&P500 Veqtor ETN

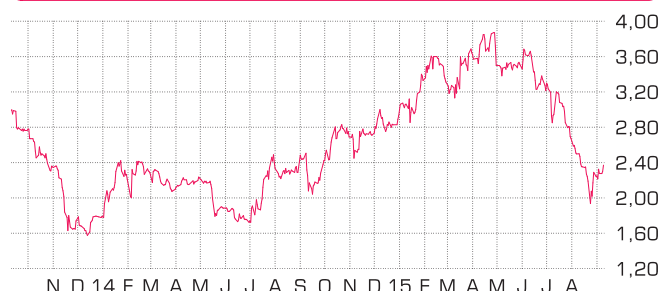
Ticker : VQTS
Emission : décembre 2014
Performance depuis le 01/01/2015 : -5%
Volume journalier moyen : 5 300
Actifs sous gestion : 23 millions USD
Frais annuels de gestion : 0,95%

Ce tracker émis par UBS n'est sur le marché que depuis décembre dernier. Le principe est le même que dans le cas du VQT, à savoir une allocation dynamique entre le S&P500, les contrats à terme sur le VIX et les liquidités. Pour déterminer les rapports, UBS a développé un indice basé sur un algorithme, le S&P500 Veqtor Switch.

En cas de regain de volatilité, les trackers classiques sur le VIX seront plus performants que ces trackers dynamiques. A l'inverse, en période de faible volatilité et de hausse des Bourses, ces mêmes trackers dynamiques seront moins performants que le S&P500 proprement dit. Les VQT et VQTS sont plutôt des instruments destinés à couvrir le risque d'un large portefeuille et non des investissements à court terme. ■

Marché en graphiques

NYRSTAR

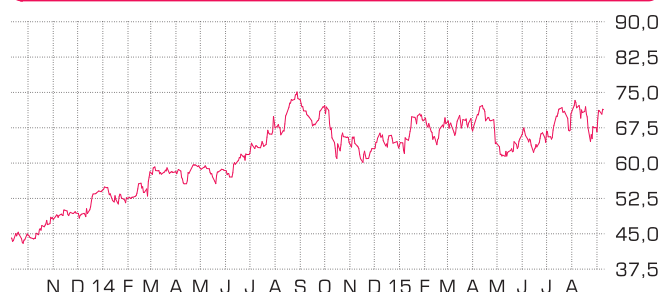


Cours: 2,37 EUR
Ticker: NYR Bruxelles
Code ISIN: BE0003876936

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

Selon une annonce de prise de participation, le trader néerlandais en matières premières a relevé sa participation dans le groupe de zinc belge à 20%. En avril dernier, Trafigura en détenait 15%. Depuis lors, les Néerlandais ont deux représentants au conseil d'administration de Nyrstar. Le cours de Nyrstar a presque diminué de moitié après le sommet de mai dernier en raison du faible prix du zinc. Sous 2 EUR seulement, un plancher a été atteint. Depuis lors, le cours se redresse légèrement. Jusqu'à nouvel ordre, la tendance reste orientée à la baisse. A 2,50 EUR se trouve une résistance horizontale assez solide, qui pourrait former une percée importante.

UCB



Cours: 71,33 EUR
Ticker: UCB Bruxelles
Code ISIN: BE0003739530

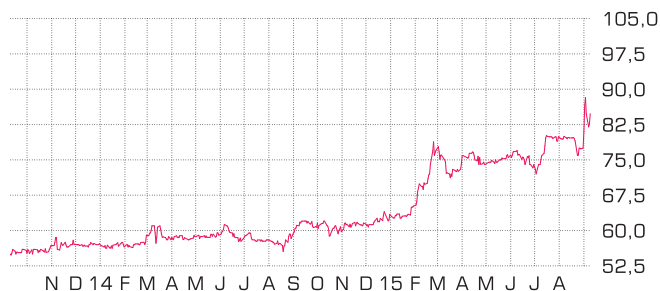
Conseil: conserver/attendre
Risque: faible
Rating: 2A

Le groupe pharmaceutique a perçu 1,2 milliard USD sur la vente de Kremers Urban, la division qui conçoit et vend des médicaments génériques, au groupe américain Lannett. UCB affectera les revenus de cette vente au remboursement des dettes et à des investissements stratégiques. En outre, UCB a publié les premiers résultats de romosozumab, contre l'ostéoporose. Selon les analystes, ce médicament peut devenir un important moteur de croissance pour UCB, même s'il doit d'abord être naturellement approuvé. Le cours d'UCB évolue depuis déjà plus d'un an entre 60 et 75 EUR. Une percée de ce niveau donnera une nouvelle orientation au cours. Le sommet de 75 EUR remonte à août 2014.

Pour tout conseil en placement

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

TER BEKE

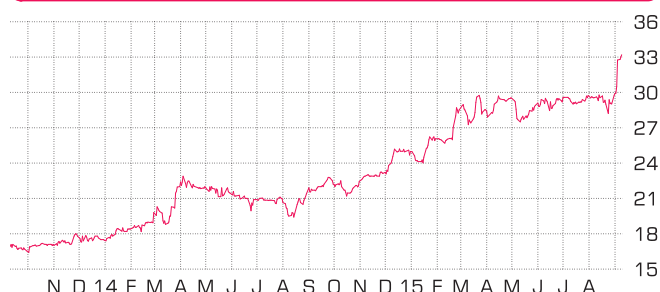


Cours: 84,80 EUR
Ticker: TERB Bruxelles
Code ISIN: BE0003573814

Conseil: conserver/attendre
Risque: moyen
Rating: 2B

Chez le spécialiste des plats préparés et de la charcuterie, le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre a reculé de 4%, à 191,4 millions EUR. Ter Beke pointe du doigt la perte d'un important client allemand. Le bénéfice opérationnel (EBIT) a progressé d'un quart, à 7,5 millions EUR, alors que le bénéfice net s'est accru de 27,8%, à 4,4 millions EUR. Par action, cela représente 2,53 EUR. Récemment, Ter Beke a annoncé avoir pris une participation dans le groupe français Stefano Toselli. Pour l'ensemble de l'exercice 2015, le groupe table sur un résultat supérieur à celui de 2014. Récemment, l'action s'est frayé un passage au-delà de 80 EUR, émettant au passage un nouveau signal d'achat. C'est là que se situe à présent le premier soutien.

ZETES INDUSTRIES



Cours: 33,20 EUR
Ticker: ZTS Bruxelles
Code ISIN: BE0003827442

Conseil: conserver/attendre
Risque: moyen
Rating: 2B

Le spécialiste de l'identification des personnes et des biens a annoncé des chiffres particulièrement solides au terme des 6 premiers mois de l'année. Son CA a progressé de 8,1%, à 128,3 millions EUR, alors que son EBITDA s'est accru de 64,8%, à 13,3 millions EUR. La marge brute a atteint 45,2%, contre 42,2% sur la même période l'an dernier. Par action, le bénéfice net ressort à 1,07 EUR. Zetes table donc, pour l'ensemble de l'année 2015, sur des résultats records. Les résultats ont été accueillis avec enthousiasme et ont permis un net franchissement de la résistance sous 30 EUR. La tendance demeure globalement haussière. A 29,75 EUR se trouve à présent la première zone de soutien horizontale importante.

Combinaisons à la hausse sur Umicore

Le groupe belge de matériaux Umicore (36,45 EUR) a dévoilé ses ambitions lors d'une récente présentation aux analystes à Londres : son plan Horizon 2020 prévoit de doubler le bénéfice à l'horizon 2020. La direction mise sur trois mégatendances : la pénurie de matériaux, le durcissement de nombreuses normes environnementales et la percée des véhicules électriques. Et Umicore a trois divisions qui devraient lui permettre d'en profiter : Precious Metals Refining, Rechargeable Battery Materials et Automotive Catalysts. Pour l'ensemble de l'année, le groupe prévoit de réaliser un bénéfice récurrent dans le haut de la fourchette des prévisions de 310 à 340 millions EUR. Malgré ces prévisions supérieures, le cours d'Umicore fut sous pression ces dernières semaines, conséquence de la baisse des cours des matières premières. Avec des constructions sur options ciblées, vous pouvez miser sur un redressement de cours dans les prochains mois. Pour des options sur Umicore, rendez-vous sur Euronext Bruxelles, où nous préférons les séries les plus longues, qui expirent en juin 2016.

Spread haussier défensif

Achat call juin 32 @ 5,90 EUR
Emission call juin 40 @ 1,75 EUR

L'achat du call juin (2016) au prix d'exercice de 32 coûte 590 EUR pour un contrat standard de 100 titres, alors que vous récupérez 175 EUR par l'émission du call 40 ayant la même échéance. Votre mise s'élève donc à 415 EUR (590 - 175). Comme toujours avec ce type de combinaisons, c'est aussi votre perte maximale. Votre break-even, soit le niveau auquel vous n'enregistrez ni gain ni perte, se situe à 36,15 EUR, soit sous le cours actuel. En cas de cours plus élevé, vous obtenez une plus-value et la plus-value maximale est à vous si vous atteignez au moins 40 EUR à l'échéance. Dans ce cas, vous empochez une plus-value de 385 EUR, soit près du double de votre mise. La condition est que le cours d'Umicore se redresse de 10% ou davantage.

Emission put

Emission put juin 36 @ 3,30 EUR

Dans la mesure où le cours d'Umicore est particulièrement faible, vous pouvez gagner de l'argent en émettant un put découvert, plus particulièrement le put juin au prix d'exercice de 36, qui est at-the-money. Ce contrat est

associé à une prime de 330 EUR, soit près de 10%, pour une échéance de 9 mois. Si le cours de l'action Umicore reste supérieur à 36 EUR, vous empochez la prime reçue à l'échéance. Ce n'est qu'en cas de cours inférieur à 32,70 EUR que vous accusez une perte, ce qui signifie que vous disposez d'une marge à la baisse de 10%. Vous pouvez aussi envisager l'émission du put juin 34 assorti d'une prime de 2,45 EUR.

Turbo

Achat call juin 38 @ 2,50 EUR
Emission put juin 34 @ 2,45 EUR

Avec ce turbo, vous tirez la quasi-totalité de la prime pour l'achat du call juin 38 (250 EUR) de l'émission du put juin 34, car pour l'obligation que vous prenez d'acheter les titres pendant toute la durée au prix de 34 EUR, vous recevez une prime de 245 EUR. Votre mise s'élève donc à 5 EUR (250 - 245). Entre 34 et 38,05 EUR, il ne se passe rien. En cas de cours supérieur à 38,05 EUR, vous empochez une plus-value, alors que vous accusez une perte en cas de cours inférieur à 34 EUR. En comparaison de l'achat direct des titres, votre risque est inférieur de près de 7%, alors que vous pouvez profiter avec un effet de levier de cours supérieurs à 38 EUR à l'échéance. ■

Questions des lecteurs

Je trouve le rendement de dividende d'Aedifica assez modeste. Ne serait-il pas préférable d'opter pour une autre SICAFI ?

Il est exact qu'Aedifica propose un rendement de dividende plutôt chiche par rapport aux autres SICAF immobilières (rebaptisées « sociétés immobilières réglementées », SIR, depuis l'an dernier). Mais il reste nettement plus élevé que celui d'une obligation (publique). Sur l'exercice 2014/2015 clôturé le 30 juin dernier, Aedifica distribuera un dividende brut de 2 EUR par action. Soit, sur la base du cours actuel, un rendement net de 3,2%. Pour l'exercice en cours, on table sur 2,05 EUR brut par action. Un élément

crucial qui suggère que ce dividende pourra être maintenu est la grande prévisibilité à long terme des revenus, grâce à des contrats de location à long terme indexés sur l'inflation, d'une durée moyenne résiduelle de 20 ans fin juin. Fin juin, 71% du portefeuille

LE GRAND ATOUT D'AEDIFICA EST LA PRÉVISIBILITÉ DES REVENUS À LONG TERME

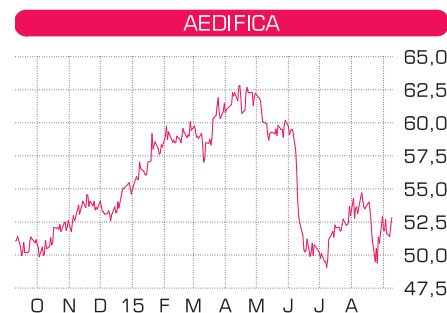
d'investissements était lié à l'immobilier de santé, connu pour ses contrats locatifs de longue durée. Grâce à une sensible hausse de 28% au cours de l'exercice passé, le portefeuille total a dépassé pour la première fois la barre magique du milliard d'euros

fin juin. Après l'augmentation de capital et l'émission de 3,12 millions d'actions nouvelles à 49 EUR par action en juin dernier, le taux d'endettement est retombé à 37%, un niveau qui laisse suffisamment de marge pour une nouvelle extension du portefeuille. Aedifica n'a d'ailleurs pas caché son intention d'étudier des opportunités d'investissement dans d'autres pays voisins, outre le marché domestique belge (88% de l'actif) et l'Allemagne (12% ou environ 120 millions EUR; objectif fixé à 250 millions EUR). La prime par rapport à la valeur intrinsèque par action - 45,29 EUR fin juin, 42,59 EUR si l'on tient compte des moins-values non réalisées sur les couvertures - est retombée à 15%. Dans le même segment immobilier, il est également possible d'investir

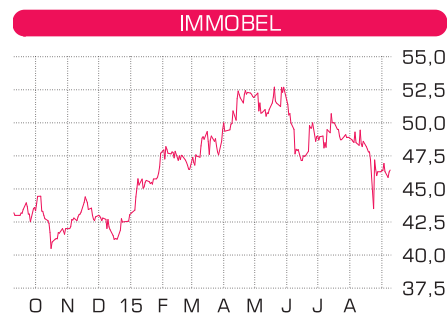
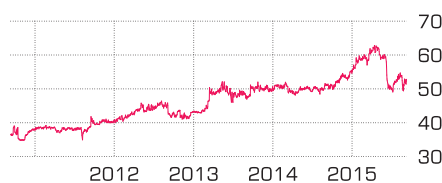
dans *Care Property Invest*. Mais nous ne le recommandons pas malgré un rendement de dividende plus élevé de 3,9%, en raison du profil de croissance moins marqué et de la prime de quelque 122% par rapport à la valeur intrinsèque. Une autre option est *Cofinimmo*, le plus grand acteur dans l'immobilier belge en Belgique. *Cofinimmo* investit beaucoup dans l'immobilier de santé depuis 2008 (désormais 40% de l'actif), mais 41% de l'actif est toujours exposé au marché des bureaux, plus sensible à la conjoncture. Le rendement de dividende net – en baisse depuis 2008 – s'élève à 4,4%, et l'action s'échange moyennant une prime de 10% par rapport à la valeur intrinsèque. Bien que ce ne soit pas à l'ordre du jour à court terme, un point important pour toutes les SIR est leur vulnérabilité à un relèvement des taux, compte tenu de leur endettement traditionnellement élevé. De plus, la réforme fiscale du gouvernement Michel abolirait le précompte mobilier avantageux de 15% dont bénéficient la plupart des SIR. Bien que nous ne voyions pas l'action Aedifica retomber sous les 49 EUR (niveau d'émission de l'augmentation de capital), nous confirmons la note « **conserver** » (2A).

Les changements à la tête d'Immobel m'inquiètent. Qu'en pensez-vous ?

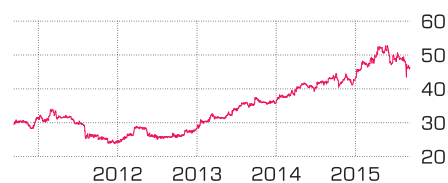
Le plus grand promoteur immobilier de notre pays, actif en Belgique, au Luxembourg et en Pologne, a effectivement annoncé le 26 août plusieurs changements importants au sein de sa direction. Tout d'abord, *Gaëtan Piret*, directeur (CEO) depuis 10 ans, abandonnera son mandat au plus tard le 15 décembre. Son remplaçant sera désigné par le prochain conseil d'administration. En outre, le comte *Paul Buysse*, depuis huit ans président du conseil d'administration, quittera également son poste le 26 août (avant le terme de son mandat). Il sera remplacé par *Marnix Galle*. Galle a fait son apparition chez Immobel il y a un an, après le rachat par sa société *Allfin Group* de l'ensemble de la participation de *Cresida Investment* dans Immobel (29,85% du total). En juin 2015, des rumeurs ont fait état d'une fusion entre *Allfin Group*, autre promoteur immobilier belge, et Immobel. Le projet a finalement été abandonné (pro-



▀ **Cours:** 52,83 EUR
 ▀ **Ticker:** AED Bruxelles
 ▀ **Code ISIN:** BE0003851681



▀ **Cours:** 46,43 EUR
 ▀ **Ticker:** IMMO Bruxelles
 ▀ **Code ISIN:** BE0003599108



visoirement?). Nous ne sommes pas inquiets par la prise de pouvoir de Galle. On ne connaît pas encore ses intentions concernant Immobel, mais il a en tout cas annoncé vouloir accélérer le développement. Avec 29,85% du capital, *Allfin Group* est resté juste en dessous du niveau légal de 30% qui l'aurait contraint à lancer une offre publique sur le reste des actions. L'an dernier a été un grand cru pour Immobel après la vente réussie, avec son partenaire *Breevast* (60% *Breevast*; 40% *Immobel*), de la participation dans *RAC 1 NV* – la société propriétaire de la première phase du

LA PRISE DE POUVOIR DE GALLE CHEZ IMMOBEL NE NOUS INQUIÈTE PAS

projet *Belair* – à *Hannover Leasing*. Avec un bénéfice net de 20 millions EUR ou 4,86 EUR par action, Immobel a enregistré son meilleur résultat depuis 2007. Les actionnaires ont reçu un dividende de 2,40 EUR brut par action, après avoir été privés de dividende sur l'exercice 2013. Comme l'entreprise ne donne traditionnellement pas de prévisions pour l'exercice en cours, on attendra les chiffres semestriels (publication le 23 décembre) pour estimer les possibilités de bénéfices et de dividendes pour 2015. Nous confirmons notre **conseil d'achat** vu la valorisation proche de la valeur comptable (1A). ■

Agenda

Lundi 14 septembre

UE: production industrielle

Mardi 15 septembre

Allemagne: indicateur ZEW
 UE: rapport d'activité, balance commerciale, ventes d'automobiles
 USA: commerce de détail
 4Energy Invest: résultats 1^{er} semestre (1H)
 Sabca: résultats 1H
 Tigenix: résultats 1H

Mercredi 16 septembre

UE: coûts des salaires, inflation
 USA: inflation
 Inditex: résultats 1H 2015-2016

Judi 17 septembre

UE: production secteur construction
 USA: nouvelles demandes d'allocations de chômage, permis de bâtir, balance des paiements

Vendredi 18 septembre

France: rapport d'activité
 UE: balance des paiements
 USA: indicateurs avancés
 Moury Construct: résultats 1H
 Retail Estates: résultats Q1 2015-2016

Mise à jour quotidienne sur
www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (16,14%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	8,88	€ 3.059,92	2,64	1C	31B/15
Potash Corp.	CA73755L1076	33,10	180	USD	25,49	€ 4.119,04	3,55	1B	34B/15
Suedzucker Ag	DE0007297004	13,49	300	EUR	13,21	€ 3.963,00	3,42	1B	31A/15
Syngenta	CH0011037469	355,00	10	CHF	338,80	€ 3.170,08	2,73	2A	35B/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	150	EUR	29,38	€ 4.407,00	3,80	2B	36A/15
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (27,68%)									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	75	EUR	66,24	€ 5.031,28	4,34	1A	34A/15
Barco	BE0003790079	52,48	100	EUR	56,50	€ 5.746,00	4,95	1B	31A/15
Cmb	BE0003817344	13,43	400	EUR	15,91	€ 6.364,00	5,49	2B	37A/15
Cosan	BMG253431073	8,03	1.200	USD	3,38	€ 3.623,76	3,12	1B	35A/15
DSM	NL0000009827	47,56	100	EUR	46,53	€ 4.723,12	4,07	1A	33AB/15
LafargeHolcim	CH0012214059	65,31	60	EUR	53,65	€ 3.219,00	2,78	1A	32A/15
Volkswagen	DE0007664039	166,50	20	EUR	169,76	€ 3.395,20	2,93	1A	34B/15
ÉNERGIE (17,70%)									
Ganger Rolf	N00003172207	64,00	425	NOK	59,00	€ 2.808,19	2,42	1B	31B/15
Peabody Energy	US7045491047	2,43	2.400	USD	2,01	€ 4.330,73	3,73	1C	36B/15
PNE Wind	DE000AQJBPG2	2,25	2.250	EUR	2,10	€ 4.725,00	4,07	1B	35B/15
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,17	€ 4.358,45	3,76	1B	26B/15
Velcan	FR0010245803	13,35	350	EUR	12,30	€ 4.305,00	3,71	1B	32B/15
OR&MÉTAUX (12,66%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	9,72	525	EUR	6,64	€ 3.542,38	3,05	1B	35A/15
First Quantum Minerals	CA3359341052	19,00	600	CAD	7,20	€ 2.899,31	2,50	1B	37A/15
Umicore	BE0003884047	32,20	75	EUR	37,17	€ 2.771,03	2,39	1B	37A/15
Vale	US91912E1055	8,37	1.200	USD	4,99	€ 5.467,10	4,71	1B	32B/15
VIEILLISSEMENT (16,20%)									
Ablynx	BE0003877942	13,26	250	EUR	12,47	€ 3.118,75	2,69	1C	36B/15
Bone Therapeutics	BE0974280126	22,38	100	EUR	19,75	€ 1.975,00	1,70	1C	27A/15
Fagron	BE0003874915	31,07	150	EUR	18,80	€ 2.931,75	2,53	1B	34A/15
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.312,50	€ 4.600,09	3,97	1A	32B/15
MdxHealth	BE0003844611	5,05	500	EUR	4,15	€ 2.076,00	1,79	1C	35B/15
Vertex Pharmaceuticals	US92532F1003	124,50	35	USD	129,95	€ 4.083,18	3,52	1B	36A/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	105.004,60	91,12	10.237,02	8,88	115.241,62	-0,9

(*) 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 400 actions **Pan American Silver** à maximum **5,85 USD**; 50 actions **Umicore** à maximum **35,50 EUR** et 75 actions **Sipif** à maximum **42,20 EUR**

Ordres de vente: nous vendons 600 actions **Peabody Energy** à minimum **2,52 USD**

Fagron: reprise d'ABC Chemicals

En Bourse de Bruxelles, **Fagron** demeure au centre de l'intérêt. Du point de vue des actionnaires, ce serait plutôt « dans l'œil du cyclone »... Le cours a en effet perdu plus de la moitié de sa valeur depuis la publication des chiffres semestriels, lorsque le marché a appris que les changements dans les conditions de remboursement des préparations magistrales aux USA avaient eu un impact important sur le chiffre d'affaires (CA) du spécialiste des préparations magistrales. Depuis lors, Fagron n'est plus considérée comme une

valeur de croissance par les analystes et les investisseurs. De nombreux intervenants ont liquidé leurs actions Fagron. Ce qui a permis à l'ancien actionnaire de référence *Marc Coucke* d'acquiescer à nouveau plus de 3% des actions. Le directeur *Ger van Jeveren* a indiqué dans une récente entrevue accordée au magazine néerlandais *'Pharmaceutisch Weekblad'* qu'il serait difficile à court terme d'atteindre la croissance organique prévue de 10% (hors acquisitions). Celle-ci s'élèvera plutôt à 8%. Entretemps, nous avons également appris que Fagron avait très

discrètement repris son seul concurrent véritable en Belgique, *ABC Chemicals*, ce qui lui assure plus de 5 millions EUR de CA annuel supplémentaire. Naturellement, on ne sait pas sous quelles conditions la transaction a eu lieu. Nous continuons de croire que le marché s'est trop concentré, ces dernières semaines, sur les problèmes rencontrés aux Etats-Unis, et a oublié que l'entreprise était du reste en très bonne santé. Nous pensons que la réaction de cours est excessive, conservons notre position en portefeuille et maintenons notre conseil d'achat (**rating 1B**). ■

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



Directeur stratégie : Danny Reweghs, **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.

