



Pour tout conseil en placement

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

3 octobre 2014 - n° 408

43e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

ACTIONS	2-5
Barco,	
CFE,	
Total,	
Tesla Motors	
CHECK-LIST B	6
Hors Europe	
FLASH	7
Banimmo	
DÉRIVÉS	8
Etat des lieux (I)	
MARCHÉ EN GRAPHIQUES	9
KBC,	
Mobistar,	
Allianz,	
Philips	
OPTIONS	10
Pan American Silver	
QUESTIONS DES LECTEURS	10-11
Yara International,	
Yahoo	
PORTEFEUILLE	12
Asian Citrus	

Index d'actions

Allianz.....	9
Asian Citrus.....	12
Banimmo.....	7
Barco.....	2
CFE.....	3
KBC.....	9
Mobistar.....	9
Pan American Silver.....	10
Philips.....	9
Tesla Motors.....	5
Total.....	4
Yahoo.....	11
Yara International.....	10

Les 1000 milliards EUR de Draghi

Ce n'est ni plus ni moins qu'un déshonneur pour la *Banque centrale européenne* et son président, *Mario Draghi*, si les banques européennes ont pris « seulement » 82,6 milliards EUR de la première tranche des *TLTRO* (« Targeted Long Term Refinancing Operations »), ou *LTRO 2.0*. L'objectif de la mesure était que l'argent très bon marché octroyé sous forme de prêts aux banques atterrisse dans une plus large mesure dans l'économie réelle que ce ne fut le cas lors de l'opération *LTRO* d'il y a quelques années. D'où le « T » supplémentaire en début d'acronyme. La BCE avait en effet mis à disposition 400 milliards EUR alors que les économistes interrogés avaient tablé sur un montant compris entre 100 et 300 milliards EUR.

LES ACTIONS À DIVIDENDE (AU MOINS) STABLE RESTENT INTÉRESSANTES DANS UN CONTEXTE DE TRÈS FAIBLES TAUX

Draghi n'entend pour autant pas dévier de sa trajectoire. Depuis 2012, la BCE, contrairement aux autres banques centrales, a laissé son total bilantaire baisser d'environ 3000 à 2000 milliards EUR. Ce sont ces 1000 milliards EUR que Draghi compte à nouveau injecter dans la lutte contre la déflation et la récession.

Le taux de chômage toujours élevé et la demande de crédit limitée sont des obstacles importants, mais les débuts timides du *TLTRO* démontrent d'autre part que la BCE n'a pas encore trouvé la bonne recette pour écarter la menace de déflation et de récession. Le consensus au sein de la BCE semble cependant de plus en plus se diriger

vers un assouplissement quantitatif. L'annonce, début septembre, de l'achat d'obligations couvertes, est en tout cas un pas très clair dans cette direction. Reste à savoir toutefois si les banques centrales pourront résoudre seules la crise. Les leaders politiques européens ont récemment montré peu de propension à agir de manière ambitieuse et cohérente pour lutter contre le dragon bicéphale (déflation et récession).

Dividendes stables

La BCE mettra tout en œuvre pour maintenir les taux à faible niveau, car vu leur situation déplorable, la plupart des économies européennes ne survivraient pas à une hausse des taux. Ce qui signifie qu'un investisseur pouvant se permettre de prendre quelques risques peut miser sur les valeurs à dividende élevé et (au moins) stable. On peut évidemment leur préférer un rendement plus faible, mais une plus grande certitude pour l'avenir. L'avantage est que, compte tenu des rendements de dividende supérieurs (3 à 4% en moyenne) par rapport aux rendements obligataires moyens (1 à 2%), une hausse de cours n'est même pas nécessaire pour assurer un surcroît de rendement sur l'épargne.

En matière de rendement de dividende en Belgique, on pense spontanément aux sociétés immobilières ou *SICAFI*. Cette catégorie d'actions est populaire en raison de ses dividendes élevés et généralement (au moins) stables, et s'impose donc logiquement comme alternative aux obligations à faible rendement. Dans notre *Flash*, nous préférons cependant **Banimmo**, une société immobilière atypique, dont le cours se trouve à un plancher et qui ne verse pas de dividende. Là, clairement, nous jouons la carte du *turn-around*. ■

Actions belges

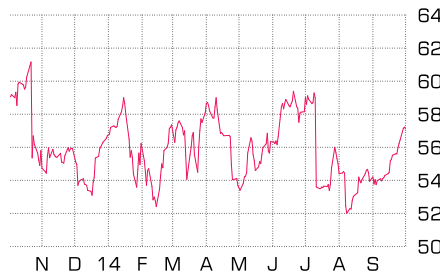
TECHNOLOGIE

Barco



Après les résultats semestriels décevants, Barco a annoncé plusieurs mesures permettant à la rentabilité de se renforcer au niveau du groupe. Ainsi la division *Defense&Aerospace* a-t-elle été mise en vitrine. Barco n'a pas perdu de temps, et juste avant la fin du 3^e trimestre, elle est arrivée à un accord avec le groupe de défense américain *Esterline Corp.* Celui-ci débourse 150 millions EUR pour la division, qui a réalisé à l'exercice dernier un chiffre d'affaires (CA) de 149,7 millions EUR (12,9% du CA du groupe) et une marge sur le cash-flow opérationnel (EBITDA) de 13,5%. Au 1^{er} semestre 2014, la branche Défense a dégagé un CA de 64 millions EUR et une marge d'EBITDA de 12,7%. La division vendue a livré notamment des écrans pour les véhicules de l'armée, des systèmes de cockpit et des simulateurs de vol, mais avait insuffisamment de masse critique pour jouer un rôle dominant à l'échelle mondiale. Le fait que la technologie de Barco devienne «américaine» joue également en faveur du repreneur. En début d'année, Barco a identifié les trois divisions principales du groupe. Outre le département médical, il s'agit d'*Entertainment&Corporate* (l'ancien *Projection*) et *Industrial&Government* (autrefois *Advanced Visualisation*). A

BARCO



Cours: 57,11 EUR
Ticker: BAR Bruxelles
Code ISIN: BE0003790079



présent que la vente de la branche Défense est finalisée, nous ne prévoyons plus, à court terme, de glissement au sein des activités existantes. Au 1^{er} semestre, *LiveDots* (écrans pour événements) et les *control rooms* étaient encore des points d'attention, mais Barco a choisi de procéder à une restructuration interne. A la fin du 1^{er} semestre, Barco avait 41 millions EUR de liquidités en caisse. La vente de la filiale aéronautique allemande *Orthogon* (systèmes de contrôle de navigation aérienne) a rapporté 13 millions EUR. Avec le revenu réalisé sur la branche Défense, le groupe dispose à présent d'un peu plus de 200 millions EUR de latitude financière. Ceux-ci ne seront pas encore alloués aux actionnaires, qui peuvent cependant se réjouir d'un dividende de 1,5 EUR par action, pour un rendement net de 2%. En outre, un programme de rachat

d'actions propres est en cours depuis début mai, pour un budget de 10,17 millions EUR jusqu'ici. Barco fomenté donc une acquisition qui renforcera ses activités principales mais ce projet prendra un certain temps. Notons encore que le récent repli de l'euro face au dollar est un élément très favorable pour Barco, qui réalise l'essentiel de ses revenus dans la devise américaine (70%). L'euro affiche actuellement le plus faible niveau depuis le printemps 2010. Le repli s'est accéléré à partir de la fin août, soit peut-être tout juste trop tard pour avoir un impact significatif sur les résultats du 3^e trimestre à peine écoulé. Depuis le plancher de début août, l'action s'est déjà repliée de plus de 10%. Le marché attend aussi davantage de nouvelles concernant la succession du directeur (ECO) *Eric Van Zele*. ■

Conclusion

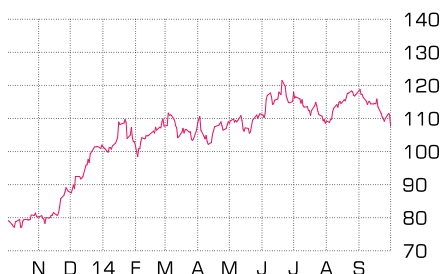
Barco a reçu un prix très correct pour sa division Défense. Reste à savoir dans quelle mesure les actionnaires en profiteront eux aussi. Quoi qu'il en soit, Barco dispose de liquidités suffisantes pour renforcer (considérablement) ses activités principales et doper sa croissance. Barco reste donc en portefeuille.

Conseil: digne d'achat

Risque: moyen

Rating: 1B

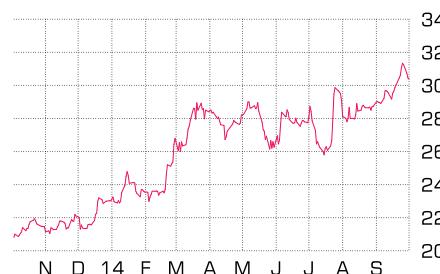
ESTERLINE TECHNOLOGIES CORP



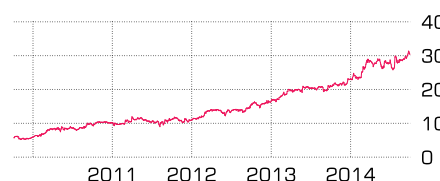
Cours: 107,67 USD
Ticker: ESL NYSE
Code ISIN: US2974251009



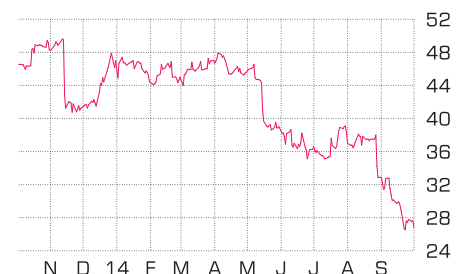
KINEPOLIS GROUP



Cours: 30,40 EUR
Ticker: KIN Bruxelles
Code ISIN: BE0974274061



EVS BROADCAST EQUIPMENT



Cours: 26,80 EUR
Ticker: EVS Bruxelles
Code ISIN: BE0003820371



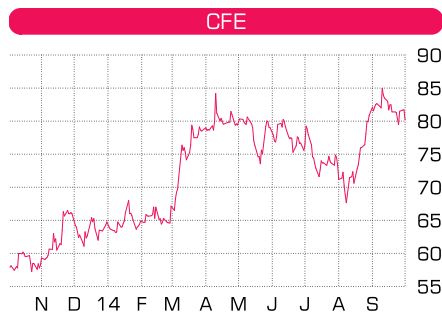
Actions belges

DRAGAGE

CFE



L'entreprise de construction et de dragage CFE a subi une énorme transformation en septembre 2013, lorsqu'Ackermans & van Haaren (AvH) y a annoncé l'apport de sa participation de 50 % dans l'entreprise de dragage DEME. Les 50 % restants de cet acteur d'envergure mondiale étaient déjà détenus par CFE. AvH détient actuellement 60,4 % des actions de CFE, alors que la participation de Vinci est retombée, de 46,8 %, à 12,1 %. Conséquence : CFE est de plus en plus vue comme une entreprise de dragage, un élément qui a amélioré la valorisation de l'action. L'année 2014 semble un bon cru pour CFE, qui a publié des résultats semestriels supérieurs aux prévisions. Les résultats de la première moitié de l'année 2013 ont été recalculés pro forma sur base d'une participation de 100 % dans DEME. Sur cette base comparable, le chiffre d'affaires (CA) a progressé de 12,4 %, à 1,77 milliard EUR (+16 % au 1^{er} trimestre). DEME a enregistré une hausse du CA de 9,5 %, à 1,21 milliard USD, alors que le CA de la division Contracting a grossi de 22,8 %, à 565 millions USD. Après trois mois, les taux de croissance s'établissaient même à 10,5 % (DEME) et 34 % (Contracting; grâce à l'hiver doux). L'évolution du résultat opérationnel



♦ **Cours:** 80,18 EUR
 ♦ **Ticker:** CFEB Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003883031



(EBIT) réservait d'autres bonnes nouvelles. L'EBIT a progressé de 90,9 %, à 103,1 millions EUR. Celui de DEME a augmenté de 46,7 %, à 100,5 millions EUR, alors que le Contracting a également apporté une contribution positive avec un EBIT de 5,8 millions EUR (contre une perte opérationnelle de 12,2 millions EUR l'an dernier). Le résultat net au niveau du groupe a progressé de 17,4 millions EUR l'an dernier à 63,6 millions EUR. La hausse par action est moins spectaculaire en raison de l'augmentation du nombre d'actions en circulation - 25,3 millions d'actions aujourd'hui contre 12,2 millions l'an dernier -, mais elle reste significative : de 1,42 EUR à 2,51 EUR. DEME a clôturé un plan d'investissement pluriannuel en 2013. Grâce à la baisse des investissements cette année et à des cash-flows robustes, la position nette d'endettement est

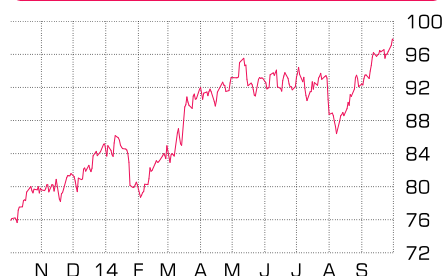
retombée de 541 millions EUR à la fin de l'an dernier à 416 millions EUR fin juin 2014. DEME a annoncé qu'elle étudiait de nouveaux investissements, mais que ceux-ci n'auraient pas un impact excessif sur l'endettement. Au niveau du groupe, la position nette d'endettement s'élève à 553 millions EUR, une baisse de 8,7 % par rapport à fin 2013. Le carnet de commandes s'est contracté de 10,7 %, passant de 4,39 milliards EUR à 3,92 milliards EUR. De plus, plus de 600 millions EUR de nouveaux contrats ont été signés au 2^e trimestre. Ils concernent des travaux de dragage notamment au Brésil et en Russie. ■

Conclusion

Les bons résultats de CFE ont permis un redressement de l'action. Pour l'instant, rien ne suggère une éventuelle scission de la division Contracting, par exemple dans le cadre d'une fusion avec le département construction d'AvH ou d'une vente à Vinci. L'avenir de DEME reste positif. Nous trouvons la valorisation actuelle correcte à 14,7 fois les bénéfices attendus en 2014 et un rapport valeur d'entreprise/cash-flows opérationnels 2014 de 6,2.

♦ **Conseil:** conserver
 ♦ **Risque:** moyen
 ♦ **Rating:** 2B

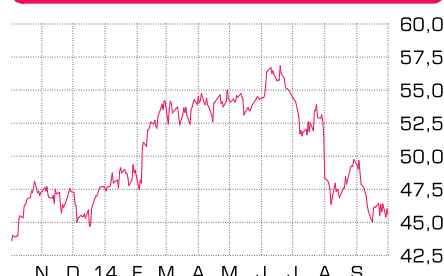
ACKERMANS & VAN HAAREN



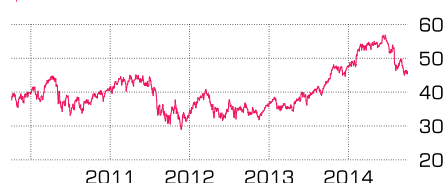
♦ **Cours:** 97,70 EUR
 ♦ **Ticker:** ACKB Bruxelles
 ♦ **Code ISIN:** BE0003764785



VINCI



♦ **Cours:** 45,62 EUR
 ♦ **Ticker:** DG Paris
 ♦ **Code ISIN:** FR0000125486



BOSKALIS



♦ **Cours:** 44,46 EUR
 ♦ **Ticker:** BOKA Amsterdam
 ♦ **Code ISIN:** NL0000852580



Actions européennes

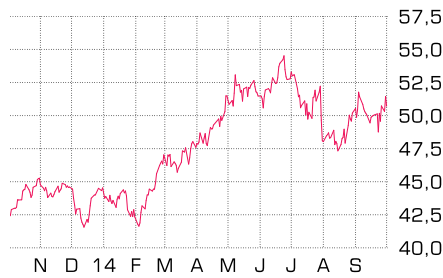
ÉNERGIE

Total



Les grandes compagnies pétrolières occidentales ont trois objectifs : cash-flows, cash-flows et cash-flows. Et de préférence libres, c'est-à-dire les capitaux qui restent après les investissements nécessaires. Ces cash-flows libres peuvent être utilisés pour rémunérer les actionnaires au travers de dividendes plus élevés ou du rachat d'actions propres. Il n'en va pas autrement chez Total. Ces dernières années, les cash-flows opérationnels ont presque intégralement été alloués à de nouveaux investissements, mais les actionnaires exigent à présent leur part du gâteau. La direction de Total réagit par la discipline au niveau des capitaux, un budget d'investissements réduit, la vente d'actifs non stratégiques et l'abaissement des coûts. Ces mesures devraient générer d'ici à 2017 un cash-flow libre de 15 milliards USD (soit environ 5 EUR par action) : 40 milliards de cash-flows opérationnels moins 25 milliards USD d'investissements. Total préfère un dividende plus élevé au rachat d'actions propres pour orienter ce cash-flow vers les actionnaires. La direction relève également que le dividende a doublé depuis 2003 (de 1,18 à 2,38 EUR par action), pour un pay-out ratio de 50%. Les actionnaires n'ont donc pas beaucoup de raisons de se plaindre. Pour concrétiser ces promesses, Total devra

TOTAL



Cours: 50,71 EUR
Ticker: FP Paris
Code ISIN: FR0000120271



travailler dur pour injecter davantage de cash-flows opérationnels les prochaines années. La société investit déjà beaucoup, depuis plusieurs années, dans l'exploration et la production, car ces activités génèrent les rendements les plus élevés. Cependant, Total déçoit les investisseurs depuis un certain temps avec des chiffres de production en retrait et à la fin du mois dernier, assez logiquement, l'objectif pour les prochaines années a été revu à la baisse. L'an prochain, la production devrait s'élever à 2,3 millions de barils d'équivalent pétrole par jour (2,6 millions précédemment) et à 2,6 millions en 2017 (contre 3 millions). La direction dit être confiante par rapport à ces nouvelles projections car la société gère elle-même les projets qui doivent donner lieu à une augmentation de la production. Une autre variable importante réside dans le cours du pétrole. Or celui-ci est

sous pression actuellement car l'offre suffit largement à la demande. A plus long terme, Total est convaincu que cet équilibre sera plus difficile à atteindre sur les marchés pétroliers et pointe des fondamentaux solides pour justifier un prix de 100 USD par baril. Total prévoit que d'ici à 2030, la demande augmentera en moyenne de 0,6% par an. En tenant compte des baisses de production naturelles et sensibles des champs pétroliers actuels, il faudra investir lourdement dans la nouvelle offre au travers de nouveaux projets coûteux et de haute technologie. Dans un contexte de faibles prix du pétrole, c'est un objectif difficile à atteindre. Les résultats du 1^{er} semestre démontrent que Total n'est pas encore prêt à prendre les mesures qui s'imposent à cet égard. Malgré les prix pétroliers encore relativement élevés au cours de cette période, le bénéfice net ajusté s'est replié de 11%, notamment parce que la production pétrolière a reculé de 10%. ■

Conclusion

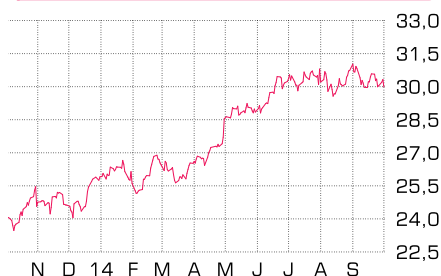
Le marché doute de la capacité de Total à réaliser sa promesse de cash-flows libres élevés au cours des années à venir. Ce qui se traduit par une valorisation relativement faible, comme un rapport C/B d'environ 10 et une valeur d'entreprise qui reste limitée à 4 fois le cash-flow opérationnel. Le rendement de dividende de 5% est également intéressant et le dividende pourrait encore s'accroître au cours des années à venir.

Conseil: digne d'achat

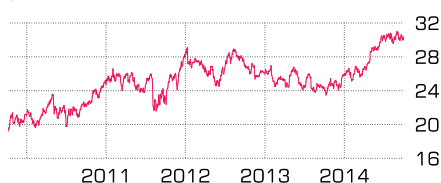
Risque: faible

Rating: 1A

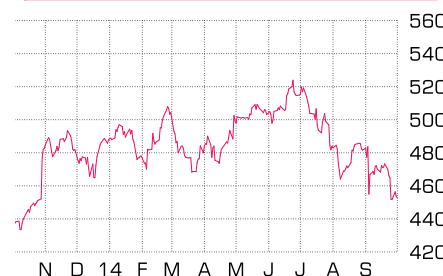
ROYAL DUTCH SHELL A



Cours: 29,98 EUR
Ticker: RDSA Amsterdam
Code ISIN: GB00B03MLX29



BP



Cours: 452,75 PNC
Ticker: Londres
Code ISIN: GB0007980591



GBL



Cours: 72,52 EUR
Ticker: GBLB Bruxelles
Code ISIN: BE0003797140



Actions hors Europe

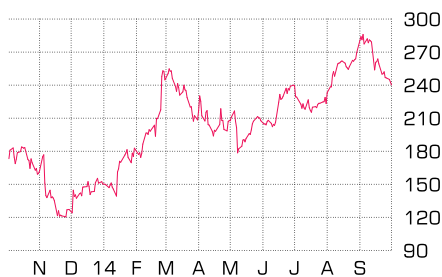
AUTOMOBILE

Tesla Motors



L'action du constructeur de véhicules électriques a atteint un nouveau sommet historique au début de ce mois. Et malgré la correction de 10% intervenue ensuite, elle affiche toujours une hausse de 7% depuis le début de cette année. On remarquera que ce recul est intervenu après que le fondateur et directeur Elon Musk a concédé dans la presse, pas pour la première fois d'ailleurs, que l'action «commençait quand même à devenir très chère». Car Tesla n'est pas une success-story commerciale jusqu'à présent. Les grands constructeurs ont également intensifié leurs investissements dans les véhicules électriques ces dernières années, mais cette forme de propulsion éprouve des difficultés à s'imposer dans le segment des petits et moyens modèles. La donne est différente dans le segment supérieur. Tesla ne parvient pas à suivre la demande pour sa limousine de luxe *Model S*. Et les choses se sont encore gâtées depuis que le constructeur américain dessert également le marché chinois. Dans le segment supérieur, le prix ne constitue pas un handicap. Des batteries plus nombreuses et plus performantes ont nettement accru l'autonomie, et les clients n'hésitent pas à sortir le chéquier en échange. Pour ceux qui en ont les moyens, la Tesla est devenue un symbole de statut. Tesla a produit

TESLA MOTORS INC



▸ **Cours:** 240,24 USD
▸ **Ticker:** TSLA NASDAQ
▸ **Code ISIN:** US88160R1014



8763 véhicules au 2^e trimestre, 16% de plus qu'au trimestre précédent, pour un chiffre d'affaires (CA) de 858 millions USD. Le constructeur avait vendu 22.450 voitures en 2013 et vise au moins 35.000 exemplaires pour cette année. Le cap des 100.000 devrait être franchi l'an prochain, et le plan de croissance interne table même sur 500.000 véhicules à l'horizon 2022. Des objectifs ambitieux, donc, que les Américains ne pourront atteindre qu'en augmentant leur capacité de production et en lançant de nouveaux modèles. Une première étape consiste à augmenter le nombre de marchés sur lesquels l'actuel *Model S* est vendu. Après Hong Kong et le Royaume-Uni cette année, le Japon et l'Australie suivront l'an prochain. Le déploiement de Superchargers, un réseau de bornes de chargement rapide, se poursuit sans discontinuer sur tous les continents. Le rythme de production

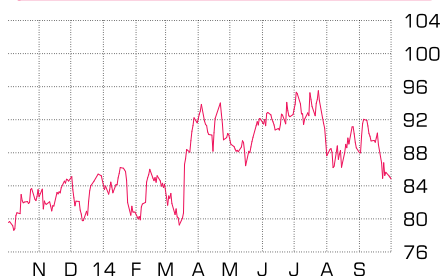
actuel s'établit à 800 voitures par semaine. La nouvelle ligne d'assemblage doit permettre d'atteindre une capacité de 1000 voitures par semaine. De plus, elle est modulaire. Outre le *Model S*, elle permettra également d'assembler le *Model X*. La mise en service de la nouvelle ligne d'assemblage a cependant entraîné un arrêt de la production pendant deux semaines, ce qui limitera la production à 9000 véhicules au 3^e trimestre. Le développement de ce *Model X* se déroule toujours conformément au calendrier établi. Le début de la production et de la commercialisation est prévu au printemps 2015. Par ailleurs, la construction de la *Gigafactory* a été confirmée. En collaboration avec le producteur japonais de batteries *Panasonic*, Tesla investira 5 milliards USD dans la production de batteries pour voitures électriques. Tesla dispose actuellement de 2,7 milliards USD de liquidités. Le CA devrait progresser de 57% en 2015 et les analystes tablent sur un triplement du bénéfice à plus de 3 USD par action. ■

Conclusion

Malgré la récente correction, l'action Tesla reste extrêmement chère sur la base des critères de valorisation classiques. La valeur boursière de 31 milliards USD correspond à 13 fois le CA attendu et à plus de 80 fois le bénéfice attendu pour l'an prochain. La valeur de Tesla exclut le moindre grain de sable, ce qui est peu réaliste.

Conseil: vendre
Risque: élevé
Rating: 3C

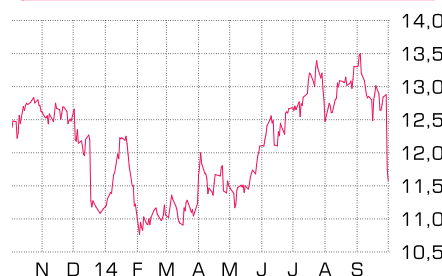
BMW



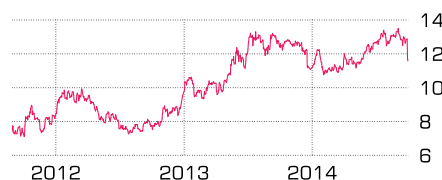
▸ **Cours:** 84,83 EUR
▸ **Ticker:** BMW Xetra
▸ **Code ISIN:** DE0005190003



FORD MOTOR CO



▸ **Cours:** 11,58 EUR
▸ **Ticker:** FMC1 Francfort
▸ **Code ISIN:** US3453708600



GENERAL MOTORS COMPANY



▸ **Cours:** 32,49 USD
▸ **Ticker:** GM NYSE
▸ **Code ISIN:** US37045V1008



Check-list Monde

Cours **Marché H12m B12m P/e13 P/e14 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/e13	P/e14	Rend.	Rating	Conseil
Adobe Systems Inc	69,19	USD	NASD	74,69	48,87	55,8	33,4	0,0	3B	Vendre
Agnico Eagle Mines Ltd	29,03	USD	NYSE	42,41	23,77	21,3	19,9	1,0	1C	Digne d'achat
Alcoa	16,09	USD	NYSE	17,36	7,82	25,1	18,3	0,8	3B	Vendre
AMD	3,41	USD	NYSE	4,80	3,04	28,4	24,4	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Anfield Nickel	0,96	CAD	TOR	2,51	0,78	-	-	0,0	2C	Conserver/attendre
Apple Inc	100,75	USD	NASD	103,74	68,33	15,9	14,1	1,9	2A	Conserver/attendre
Archer Daniels Midland	51,10	USD	NYSE	52,36	36,01	17,0	14,4	1,9	3B	Vendre
Australian Agricultural Co	1,32	AUD	ASE	1,38	1,03	26,4	12,0	0,0	1C	Digne d'achat
Barrick Gold	14,66	USD	NYSE	21,45	14,55	18,1	12,1	1,3	1B	Digne d'achat
Berkshire Hathaway	138,14	USD	NYSE	142,45	108,12	21,1	19,4	0,0	2A	Conserver
Blackberry	11,16	CAD	TOR	12,50	5,79	-19,2	-29,4	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Boeing	127,38	USD	NYSE	144,57	113,34	15,4	14,9	2,3	3B	Vendre
Cameco	17,66	USD	NYSE	25,84	17,27	22,6	20,3	2,0	1C	Digne d'achat
Caterpillar	78,88	EUR	PAR	83,80	60,07	12,6	11,0	2,6	2B	Conserver/attendre
CF Industries	279,22	USD	NYSE	281,95	203,04	14,0	13,5	2,2	2B	Conserver/attendre
Cisco Systems Inc	25,17	USD	NASD	26,08	20,22	11,7	11,0	3,1	2B	Conserver
Coca Cola	42,66	USD	NYSE	42,85	36,83	20,6	19,2	2,9	1A	Digne d'achat
Coeur Mining	4,96	USD	NYSE	13,11	4,90	-4,8	-6,6	0,0	1C	Digne d'achat
Cosan	10,76	USD	NYSE	16,29	10,00	8,3	7,9	1,3	1B	Digne d'achat
Cresud	10,90	USD	NASD	14,35	8,26	-10,9	-	2,5	2C	Conserver/attendre
Deere & Company	81,99	USD	NYSE	94,89	80,76	9,8	12,1	2,9	1A	Digne d'achat
Disney (Walt)	89,03	USD	NYSE	91,20	63,10	20,7	18,9	1,0	3B	Vendre
Dupont De Nemours	56,90	EUR	PAR	57,00	41,60	14,1	12,2	2,6	2B	Conserver
Ebay Inc	56,63	USD	NASD	59,70	48,06	19,1	16,8	0,0	2C	Conserver
Eli Lilly	64,85	USD	NYSE	67,14	47,53	23,3	20,5	3,0	2A	Conserver/attendre
Encana	21,21	USD	NYSE	24,83	16,96	11,7	10,7	1,3	2B	Conserver/attendre
Exxon Mobil	94,05	USD	NYSE	104,76	84,79	12,2	12,2	2,9	1A	Digne d'achat
Facebook Inc	79,04	USD	NASD	79,70	43,55	48,8	38,9	0,0	3C	Vendre
Fedex Corporation	161,45	USD	NYSE	163,84	111,25	18,0	14,9	0,5	3B	Vendre
First Quantum Minerals	21,62	CAD	TOR	27,29	16,47	19,3	10,3	0,5	1B	Digne d'achat
First Solar Inc	65,81	USD	NASD	74,84	40,00	25,3	14,0	0,0	2C	Conserver/attendre
Ford	14,79	USD	NYSE	18,12	14,40	11,2	7,7	3,1	3B	Vendre
Formation Metals Inc	0,18	CAD	TOR	0,27	0,06	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Franco-nevada Corporation	54,97	CAD	TOR	67,12	39,41	51,9	47,8	1,6	2B	Conserver/attendre
Freeport-mcmoran Copper & Gold Inc	32,65	USD	NYSE	39,32	30,38	13,4	11,4	3,8	2B	Conserver
Gabriel Resources	1,01	CAD	TOR	1,29	0,70	-101,0	-101,0	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
General Electric	25,62	USD	NYSE	28,09	23,50	15,2	14,2	3,4	2B	Conserver/attendre
General Motors Company	31,94	USD	NYSE	41,85	31,67	11,7	7,0	3,6	3B	Vendre
Gold Fields	3,90	USD	NYSE	5,01	2,92	39,0	30,0	0,8	1C	Digne d'achat
Golden Star Resources Ltd	0,42	USD	AMEX	0,89	0,39	-5,9	20,8	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Google	577,36	USD	NASD	614,44	421,49	21,8	18,2	0,0	3B	Vendre
Hewlett Packard	35,47	USD	NYSE	38,25	20,25	9,5	9,0	1,7	2B	Conserver/attendre
Iamgold	3,10	CAD	TOR	5,84	3,09	19,4	12,9	0,0	1C	Digne d'achat
IBM	189,83	USD	NYSE	199,21	172,19	10,6	9,6	2,3	1B	Digne d'achat
Intel	34,82	USD	NASD	35,56	22,48	15,9	14,9	2,6	2B	Conserver/attendre
Kinross Gold Corporation	3,30	USD	NYSE	5,42	3,23	20,6	15,7	0,0	1C	Digne d'achat
Kivalliq Energy	0,18	CAD	TOR	0,28	0,18	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
Market Vectors - Gold Miners Etf	21,36	USD	ARCX	66,97	51,10	-	-	0,7	2B	Conserver/attendre
MasterCard	73,92	USD	NYSE	84,75	64,74	24,6	20,6	0,6	2B	Conserver/attendre
Mc Donald's	94,81	USD	NYSE	103,78	90,53	17,6	16,2	3,6	2A	Conserver/attendre
Merck & Co	46,35	EUR	PAR	48,00	32,12	13,3	12,9	2,9	2B	Conserver/attendre
Microsoft Corporation	46,36	USD	NASD	47,57	32,80	16,9	14,5	2,4	3A	Vendre
Monsanto Company	112,51	USD	NYSE	128,79	101,78	21,6	18,7	1,7	2B	Conserver/attendre
Mosaic Company	44,41	USD	NYSE	51,25	42,96	16,6	12,6	2,2	3B	Vendre
Motorola Solutions Inc	63,28	USD	NYSE	68,33	58,61	26,0	18,3	2,2	1C	Digne d'achat
Newmont Mining	23,05	USD	NYSE	28,71	20,78	29,2	17,5	0,4	1C	Digne d'achat
Nike	89,20	USD	NYSE	90,29	69,85	26,2	22,8	1,2	2B	Conserver
Novo Nordisk	47,62	USD	NYSE	49,10	32,55	27,1	23,5	1,3	2A	Conserver/attendre
Peabody Energy	12,38	USD	NYSE	21,28	11,74	-10,3	-53,8	2,8	1C	Digne d'achat
Pepsico Inc	93,09	USD	NYSE	94,21	77,01	20,3	18,8	2,9	2A	Conserver/attendre
Petrobras	14,19	USD	NYSE	20,94	10,20	8,8	6,9	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Pfizer	29,57	USD	NYSE	32,96	27,87	13,2	13,2	3,5	2A	Conserver/attendre
Potash Corporation Of Saskatchewan	34,56	USD	NYSE	38,58	29,95	17,7	15,2	4,1	2B	Conserver/attendre
Procter&Gamble	83,74	USD	NYSE	85,82	75,20	18,8	17,4	3,1	2A	Conserver/attendre
Proshares Short Qqq	15,75	USD	ARCX	41,40	30,80	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Proshares Short S&p500	23,01	USD	ARCX	50,66	39,74	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Qualcomm	74,77	USD	NASD	81,97	65,47	14,1	13,5	2,2	2B	Conserver/attendre
Sandstorm Gold	4,80	CAD	TOR	8,19	4,17	40,0	34,3	0,0	1C	Digne d'achat



	Cours	Dev.	Marché	H12m	L12m	P/e13	P/e14	Rend.	Rating	Conseil
Schlumberger	101,69	USD	NYSE	118,76	84,92	18,0	14,9	1,6	2A	Conserver/attendre
Silver Standard Resources Inc	6,83	CAD	TOR	13,52	5,38	-45,5	20,7	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Silver Wheaton	19,93	USD	NYSE	27,66	19,23	20,1	16,9	1,1	1B	Digne d'achat
Spdr Gold Trust	116,21	USD	ARCX	185,85	121,39	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Symantec Corporation	23,51	USD	NASD	25,60	17,95	12,5	11,5	2,5	2B	Conserver/attendre
Tesla Motors Inc	242,68	USD	NASD	291,42	116,10	228,9	75,4	0,0	3C	Vendre
Thompson Creek Metals Company	2,20	USD	NYSE	3,58	1,72	7,1	13,8	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif
Transocean Inc	31,97	USD	NYSE	55,74	30,87	7,0	10,2	9,2	1B	Digne d'achat
Turkish Investment Fund	10,43	USD	NYSE	17,09	9,50	-	-	2,2	1C	Digne d'achat
Twitter	51,58	USD	NYSE	74,73	26,00	515,8	143,3	0,0	2C	Conserver/attendre
Uranium Participation	5,04	CAD	TOR	5,99	4,70	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vale	11,01	USD	NYSE	17,14	10,61	6,9	6,7	3,5	1B	Digne d'achat
Vasco Data	18,78	USD	NASD	19,79	6,46	35,4	28,0	0,0	2B	Conserver
Wal-Mart Stores	76,47	USD	NYSE	81,37	71,51	15,2	14,0	2,5	2B	Conserver/attendre
Wilmar International	24,22	USD	OTC	29,05	23,70	-	-	2,1	1B	Digne d'achat
Yahoo	40,75	USD	NASD	44,00	31,70	29,3	31,3	0,0	3B	Vendre
Yingli Green	3,11	USD	NYSE	8,77	2,68	-3,8	-18,3	0,0	2C	Conserver/attendre
Yum! Brands	71,98	USD	NYSE	83,58	64,08	21,3	18,4	2,3	1A	Digne d'achat

Flash

BANIMMO

Vilain petit canard

En raison de leurs coupons annuels élevés, les sociétés immobilières constituent des investissements prisés dans un environnement de taux extrêmement bas. Mais à chaque règle son exception, et parmi les acteurs belges de l'immobilier, elle a pour nom Banimmo. A plusieurs égards d'ailleurs. D'abord en matière d'activités. Banimmo se positionne comme un acteur capable de construire ou de rénover des actifs immobiliers qui répondent aux exigences et normes les plus strictes des investisseurs institutionnels finaux. Ces projets «built-to-suit» réalisés sur mesure pour les locataires permettent de conclure des baux à plus long terme, ce qui réduit le risque d'occupation. Il peut s'agir d'immeubles de bureaux, d'immeubles commerciaux, voire d'hôtels, de maisons de repos... Depuis un temps, Banimmo concentre ses activités sur le repositionnement de biens immobiliers. Soit la réhabilitation technique ou commerciale de biens immobiliers sous-valorisés ou obsolètes, pour ensuite les louer à plus long terme, ou, *in fine*, réaliser une plus-value à la vente. Banimmo est active en Belgique/Luxembourg (pour trois quarts du portefeuille) et en France (un quart). L'entreprise se distingue également des autres sociétés immobilières par l'évolution de l'action, avec un sommet sur cinq ans de 17,4 EUR atteint au printemps 2010 et un cours

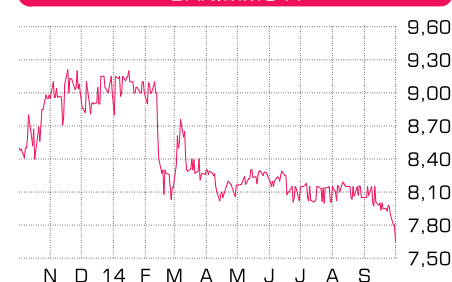
actuel à proximité du plancher. Alors qu'elle a toujours distribué au moins 1 EUR par action entre 2003 et 2009, elle a revu le dividende à la baisse ces dernières années, et l'a même supprimé pour l'exercice 2013. L'an dernier a en effet été marqué par une perte nette d'un peu moins de 14 millions EUR. Le résultat opérationnel récurrent (REBIT; 2,56 millions EUR) était pourtant positif. La perte nette est imputable à une réduction de valeur de 14,5 millions EUR sur CityMall, un projet acquis à l'époque pour 19,6 millions EUR. Cette participation a été totalement amortie à la mi-2014, même si elle représente encore une charge d'endettement de 35 millions EUR. CityMall comprend un terrain à développer à Charleroi, et deux centres commerciaux à Namur (22.500 m²) et à Verviers (29.700 m²). La vente de ces deux centres commerciaux devrait permettre d'éponger la dette. La «remise à zéro» de CityMall a naturellement affecté la valeur intrinsèque du groupe ces dernières années. La valeur intrinsèque nette s'est ainsi contractée de 15,08 EUR par action fin 2012 à 10,52 EUR par action à la mi-2014. Pour le reste, les activités commerciales et de location évoluent favorablement. En d'autres termes, tout n'est pas noir chez Banimmo. Un des projets les plus intéressants est la construction de nouveaux bureaux pour BNP Paribas Fortis à Charleroi (8000 m²), qui doit être terminée pour le 2^e semestre de l'an prochain. C'est un exemple des projets «built-to-suit» sur lesquels le groupe veut se concentrer au cours des années à venir. Dans ce cadre, Banimmo investit également dans l'achat de terrains de première qualité, histoire de disposer d'une

réserve pour le développement de projets «built-to-suit». Pour 2014, Banimmo avait fixé son objectif de ventes à 80 millions EUR. La société en avait réalisé 30% à la moitié de l'année. La direction a déjà indiqué qu'en raison de la dernière dépréciation sur CityMall, le résultat net de 2014 serait négatif et qu'il n'y aurait donc pas de dividende. ■

Conclusion

Alors que la plupart des sociétés immobilières s'échangent moyennant une prime, Banimmo affiche une décote de 24% par rapport à la dernière valeur intrinsèque publiée. Celle-ci pourra donc faire office d'objectif de cours une fois le désastre CityMall digéré. D'où le relèvement de la note.

BANIMMO A



► Cours: 7,65 EUR
 ► Ticker: BANI Bruxelles
 ► Code ISIN: BE0003870871



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

Etat des lieux (I)

C'est le moment idéal pour revenir sur un certain nombre de scénarios basés sur des dérivés que nous avons passés en revue ces trois derniers mois.

IB25-26 : café

Le cours du café avait doublé entre novembre de l'an dernier et avril dernier. Une hausse qui trouve son origine dans la combinaison de conditions météorologiques défavorables au Brésil, où une sécheresse exceptionnelle pendant un moment crucial de la phase de floraison a été suivie par des précipitations au mauvais moment. Il a longtemps régné de grandes incertitudes concernant l'impact précis de la sécheresse sur la récolte, incertitudes qui ont encore été renforcées par d'autres facteurs, comme une possible vente de réserves stratégiques. De ce fait, le café a subi une forte correction en mai et en juin. Nous l'avons trouvée excessive et proposé fin juin une série de possibilités de miser sur un redressement du cours du café. Le plancher a finalement été atteint à la mi-juillet, et le redressement attendu est intervenu ensuite. Début septembre, le prix de la livre de café a à nouveau dépassé la barre des 2 USD – une première en quatre mois. Depuis, le café fluctue autour de ce niveau. Au total, le prix du café a progressé de 12,5% au 3^e trimestre.

Rendements élevés

Par conséquent, les rendements des trackers que nous avons présentés tournent également autour de ce chiffre. L'iPath Dow Jones-AIG Coffee Total Return Sub-Index (ticker : JO), qui réplique l'évolution du prix du contrat à terme de référence, a gagné 12%. C'est un peu mieux que les 10% de l'iPath Pure Beta Coffee ETN (ticker : CAFE) du même émetteur. Cette écart somme toute modeste s'explique par le fait que le JO réplique le prix d'un seul contrat à terme (en principe le contrat de référence affichant le volume le plus élevé), alors que le CAFE suit l'évolution du cours de plusieurs contrats à terme assortis d'échéances différentes.

Bien entendu, le rendement des tur-

bos (mini-futures) dont le levier fluctuait fin juin entre 1,7 et 6,6 est nettement plus élevé. Les perspectives sont toujours très favorables pour le café. L'International Coffee Organisation (ICO) estime la production brésilienne pour l'année de récolte 2013-2014 à 44,57 millions de sacs (de 60 kilos), contre encore 52,8 millions de sacs un an plus tôt. Le café est l'archétype du marché très influencé par la météo et l'évolution du cours sera largement dictée par les conditions climatologiques des prochains mois. L'équilibre entre offre et demande est cependant devenu précaire depuis que de grands

LE COURS DU CAFÉ A PROGRESSÉ DE 12,5% AU TROISIÈME TRIMESTRE

acheteurs comme les Etats-Unis et l'Europe ont accru leurs importations de café. Ainsi les réserves disponibles de café arabica ont-elles beaucoup diminué. Une nouvelle mauvaise récolte ferait certainement exploser les cours. Le risque n'est pas inexistant, car les producteurs d'Amérique centrale sont confrontés aux ravages du champignon roya, qui a déjà entraîné une baisse significative des volumes exportés. Les exportations de café du Costa Rica ont baissé de plus de 10% au cours de la période de 11 mois qui s'est terminée en septembre, par rapport à la même période il y a un an. Au Guatemala, le recul atteint même 27%. Bien entendu, les investisseurs prudents peuvent choisir de préserver les gains enregistrés sur leurs trackers et/ou produits à effet de levier.

IB27 : VIX

Dans le premier numéro de juillet, nous avons discuté de l'indice de volatilité VIX. Cet indice mesure la volatilité implicite sur 30 jours des options sur les actions de l'indice S&P500. La volatilité implicite est ce qui reste après que l'on ait soustrait la valeur fondamentale

(écart par rapport au prix d'exercice) et la valeur d'attente (échéance résiduelle) du prix d'une option. Un VIX réduit suppose donc une faible volatilité implicite. Il signifie également que les participants au marché achètent peu d'options afin de couvrir les bénéfices accumulés. Mais un affaiblissement de la demande peut également être la conséquence de volumes de transactions réduits. Un niveau bas du VIX peut donc avoir plusieurs explications. Nous avons déjà présenté des produits à effet de levier qui répliquent l'évolution du VIX dans des articles précédents. Mais comme le roulement des positions induit un rendement négatif (contango) et le VIX reste souvent stable pendant de longues périodes, nous avons proposé une alternative dans l'IB-27B.

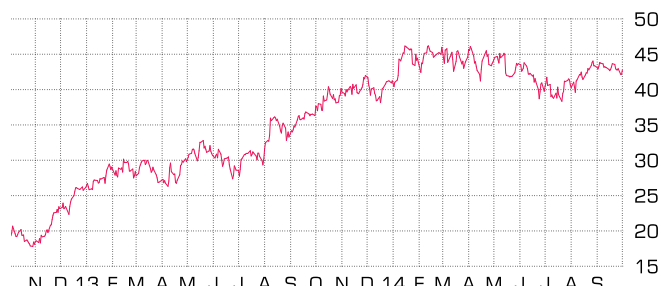
Alternative

Le Barclays S&P 500 Dynamic VECTOR ETN (ticker : VQT) émis par Barclays se différencie de trackers classiques sur la volatilité en ce sens que les moyens gérés sont investis de manière dynamique selon les conditions de marché. L'indice sous-jacent combine en effet une composante actions (tracker sur la S&P500), un tracker sur le VIX et une partie en cash. Le poids des trois composantes fluctue selon la tendance dans laquelle se trouve la volatilité. En cas de volatilité croissante, un poids plus élevé sera alloué aux futures sur le VIX. Si la volatilité baisse, la composante actions verra sa part augmenter. La partie en cash sert de tampon. Un système stop-loss intégré limite automatiquement les pertes.

Le VIX est passé de 12 à 16 au 3^e trimestre et le VQT a légèrement progressé sur la même période. D'un point de vue historique, la volatilité est toujours très basse. Il n'y a donc guère de raisons de vendre le VQT aujourd'hui. En raison de la composition spécifique du tracker, le risque est limité. Un investissement dans le VQT n'est certainement pas un luxe superflu pour les investisseurs qui disposent toujours d'un portefeuille d'actions important. ■

Marché en graphiques

KBC



► **Cours:** 42,76 EUR
 ► **Ticker:** KBC Bruxelles
 ► **Code ISIN:** BE0003565737

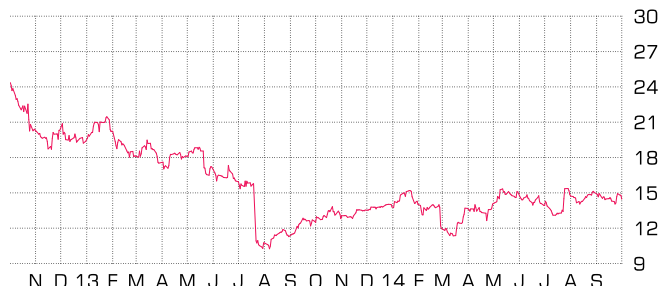
Conseil: conserver
Risque: moyen
Rating: 2B

CERA et sa filiale KBC Ancora resteront ancrées au KBC Group pour les dix prochaines années. Le groupe de bancassurance est ainsi assuré pendant dix ans d'un actionariat stable. Les autres partenaires, MRBB et les Autres Actionnaires Fixes, ont prolongé leur accord, ce qui suppose que le groupe rassemble plus de 30% de toutes les actions KBC. Le cours de KBC évolue latéralement depuis un peu plus d'une année, entre 38 et 46 EUR. Une percée de cette bande déterminera sa nouvelle orientation. A 40 EUR se trouve le premier soutien.

Pour tout conseil en placement

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

MOBISTAR

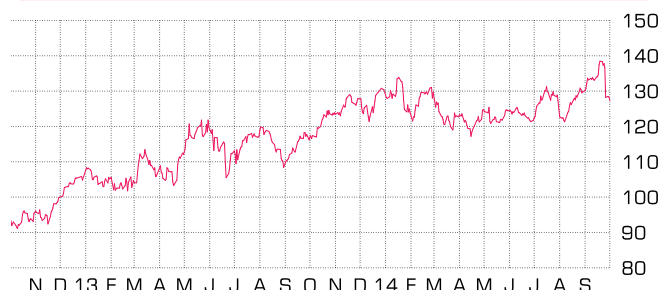


► **Cours:** 14,46 EUR
 ► **Ticker:** MOBB Bruxelles
 ► **Code ISIN:** BE0003735496

Conseil: conserver
Risque: moyen
Rating: 2B

Le conseil d'administration de Telenet a annoncé qu'il ne proposerait aucune forme de rémunération aux actionnaires «compte tenu du contexte opérationnel actuel». Aucun dividende ni remboursement de capital, donc. Rapidement, le cours de Mobistar a pris de la hauteur car de nombreux investisseurs interprètent cette annonce comme un signe que Telenet a jeté son dévolu sur Mobistar. Les analystes estiment probable un mariage entre les deux groupes télécoms, à plus forte raison parce que Telenet utilise déjà le réseau Mobistar. Techniquement, Telenet forme un plancher. Une percée au-delà de 15,30 EUR serait synonyme de signal d'achat.

ALLIANZ

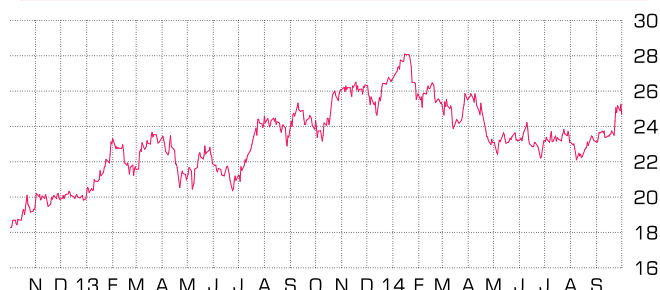


► **Cours:** 127,35 EUR
 ► **Ticker:** ALV Xetra
 ► **Code ISIN:** DE0008404005

Conseil: vendre
Risque: moyen
Rating: 3B

Le départ inattendu du légendaire investisseur en obligations Bill Gross de Pimco, filiale du groupe allemand Allianz, a donné lieu à un important repli de cours de l'action financière. Bill Gross a officié 43 ans pour Pimco et l'homme part à présent pour Janus Capital. Les analystes craignent que Pimco perde en conséquence environ un tiers des capitaux sous gestion. Certains analystes ont abaissé leur objectif de cours. Le cours d'Allianz a reculé de quelque 10% et la tendance est redevenue neutre. A 131 EUR se trouve la première résistance, alors qu'autour de 120 EUR se situe une importante zone de soutien horizontale.

PHILIPS



► **Cours:** 24,68 EUR
 ► **Ticker:** PHIA Amsterdam
 ► **Code ISIN:** NL0000009538

Conseil: conserver
Risque: faible
Rating: 2A

L'entreprise néerlandaise scinde ses activités en deux. La division Eclairage, qui réalise un chiffre d'affaires (CA) de 7 milliards EUR, devient autonome, tandis que les pôles Healthcare et Consumer Lifestyle, pour un CA global de 15 milliards EUR, sont regroupés pour former le noyau de la nouvelle Philips. Les investisseurs ont réagi positivement à l'annonce et le cours de l'action a rebondi. La percée de la résistance – devenue soutien – à 24 EUR s'est traduite par un signal d'achat technique. La prochaine résistance est à 26 EUR et une percée du sommet à 28 EUR générerait un important signal d'achat.

Combinaisons à la hausse sur Pan American Silver

L'argent ne reluit plus, car le prix du métal précieux a reflué récemment jusqu'à son plus faible niveau des quatre dernières années. Cette baisse n'est évidemment pas sans conséquence pour les actions du secteur. Les actionnaires de **Pan American Silver** (11,11 USD; ticker PAAS) en ont également fait les frais, qui ont vu partir en fumée la totalité du gain de cours accumulé depuis juillet 2014. C'est étonnant dans la mesure où les résultats du groupe au terme du 1^{er} semestre ont satisfait aux attentes, alors que les coûts se sont même révélés inférieurs aux prévisions de l'entreprise. Pan American Silver est le deuxième producteur d'argent au monde, avec sept mines réparties en Amérique du Nord et du Sud (Mexique, Pérou, Bolivie et Argentine). Le groupe semble bien placé pour atteindre les prévisions pour l'ensemble de l'exercice 2014, au sujet desquelles il convient de préciser que le coût de production de l'once d'argent

était nettement inférieur à celui qui prévalait un an plus tôt. Le groupe est par ailleurs un généreux payeur de dividende et grâce à ses cash-flows élevés, PAAS est en très bonne santé financière. Avec des combinaisons d'options ciblées, vous pouvez miser sur une hausse du cours de l'action. Nous préférons les séries qui viennent à échéance en janvier 2016. Il existe également des séries d'options qui expirent en janvier 2017 mais elles sont moins liquides.

Spread haussier défensif

Achat call jan '1610 @ 2,30 USD

Emission call jan '1615 @ 0,75 USD

L'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 10 coûte 230 USD pour un contrat standard de 100 titres. Ce contrat est utilisé comme caution pour l'émission du call 15 ayant la même échéance et cette opération rapporte 75 USD, ce qui ramène votre mise à 155 USD (230 - 75). L'élément intéressant de ce spread est que votre break-even – le niveau auquel vous n'actez ni gain ni perte – n'est pas nettement supérieur au cours actuel, plus précisément à 11,55 USD. Si le cours de l'action prend un peu de hauteur, vous empochez une plus-value et celle-ci ne sera plafonnée qu'au-delà de 15 USD. Si le cours de PAAS s'élève à 15 USD au moins à l'échéance, vous obtiendrez la plus-value maximale, soit 365 USD ou plus du double de votre mise. Pour cela, une hausse de

l'action de 31 % par rapport à son niveau actuel est nécessaire.

Emission put

Emission put jan '1610 @ 1,50 USD

Les primes pour les actions volatiles sont élevées. Les émetteurs de puts découverts peuvent en profiter. Pour l'émission (= vente) du put janvier 2016 au prix d'exercice de 10, vous recevez une prime de 150 USD. Ce qui signifie qu'en définitive, vous n'actez de perte qu'en cas de cours inférieur à 8,50 USD, de sorte que vous disposez d'une marge à la baisse de 29 %. Si le cours demeure supérieur à 10 USD, vous pourrez empocher la totalité de la prime à l'échéance.

Turbo

Achat call jan '1612 @ 1,50 USD

Emission put jan '1610 @ 1,50 USD

Ce turbo expose les plus audacieux à un risque plus réduit que celui de l'achat direct des titres. Le turbo se compose en première instance de l'achat du call janvier 2016 au prix d'exercice de 12, qui coûte 150 USD. Vous récupérez totalement cette prime par l'émission simultanée du put janvier 2016 au prix d'exercice de 10, qui s'échange également à 150 USD. Vous n'investissez donc pas d'argent (avant frais) dans cette combinaison. Si le cours reflue sous 10 USD, votre perte s'alourdira, mais à partir de 12 USD, vous êtes en positif, et la plus-value n'est pas plafonnée. C'est le grand avantage de ce turbo. ■

Questions des lecteurs

Quelle est la raison du récent rebond du cours de Yara International ? Est-ce un bon moment pour vendre l'action ?

Le 23 septembre, l'action **Yara International** a fait un bond de plus de 8 % à l'ouverture pour atteindre 340 NOK, après que le premier producteur européen d'engrais a indiqué avoir entamé des discussions sur une fusion avec son concurrent américain **CF Industries Holdings**. L'action de CF Industries a également progressé à la suite de la publication de cette information. Soyons clairs : il ne s'agit pour l'instant que de discussions, il n'y a pas encore d'accord. Sur la base de la capitalisation

boursière actuelle des deux entreprises (environ 13,8 milliards USD chacune), le groupe issu de la fusion se rapprocherait de **Potash Corp**, le plus grand producteur d'engrais au monde avec une capitalisation boursière de 29,1 mil-

EN RAISON DU RISQUE DE PRIME ÉLEVÉE SUR LA FUSION, NOUS RECOMMANDONS DE VENDRE YARA

liards USD. **Potash Corp** est spécialisée dans les engrais potassiques (élément K; potasse). Yara et CF Industries, de leur côté, sont les premier et deuxième producteurs d'engrais azotés (élément

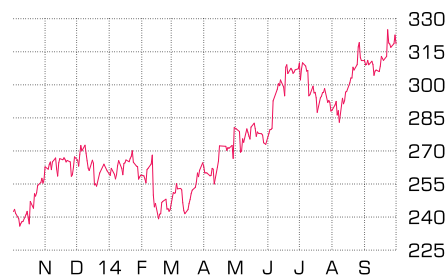
N). **CF Industries** est aussi le numéro trois dans les phosphates (élément P) et Yara, le numéro un dans les engrais composés (NPK). Sur le plan géographique, les entreprises se complètent bien. A partir de 2015 – grâce à une série d'acquisitions –, Yara réalisera 40 % de son chiffre d'affaires (CA) en Amérique latine, 40 % en Europe, 14 % en Amérique du Nord et 6 % ailleurs. **CF Industries** est surtout active en Amérique du Nord. Le prix de l'énergie est un élément de coût important pour les producteurs d'engrais. La révolution du gaz de schiste aux États-Unis – qui a considérablement réduit le coût du gaz américain – constitue un handicap concurrentiel pour Yara par rapport à **CF Industries**. Dès 2010, les Norvégiens ont essayé de réagir en

cherchant à acquérir le groupe américain *Terra Industries*, mais cette tentative a échoué après une surenchère de CF Industries. Yara est clairement l'entreprise qui a le plus à gagner dans une fusion et elle devra sans doute mettre plus d'eau dans son vin pour convaincre CF Industries. Pour des raisons fiscales, le siège du groupe fusionné serait établi en Norvège. Les entreprises américaines ont désormais souvent recours à une acquisition ou une fusion à l'étranger pour évacuer leur siège en dehors des Etats-Unis afin de réduire leur facture fiscale. Mais le gouvernement américain veut intervenir contre cette tendance. Les résultats de Yara se sont améliorés au 2^e trimestre – après une baisse continue depuis 2012 –, de manière assez ironique notamment grâce à la baisse des prix du gaz en Europe. Vu le risque qu'elle doive payer une prime élevée sur la fusion et bien qu'elle ne soit pas encore extrêmement chère – 12 fois les bénéfices attendus pour 2014 et un rapport valeur d'entreprise/cash-flows opérationnels (EBITDA) de 6,5 –, nous abaissons l'avis pour Yara à vendre (3B). Les positions existantes dans CF Industries peuvent cependant être conservées (2B).

Je lis que vous êtes à nouveau positifs concernant l'action Nyrstar. Je trouve cela osé, pour une entreprise qui a dû payer 9% sur un emprunt obligataire. Dans ces conditions, n'est-il pas plus judicieux de tenter un pari sur Yahoo! ?

Notre recommandation d'achat pour Nyrstar est bel et bien basée sur des arguments fondamentaux (lire *Flash IB-39B*). Vous pouvez donc y voir un pari «raisonné», car il est clair qu'il ne s'agit pas d'une action «de bon père de famille». D'où aussi le profil de risque «C» (1C). Le géant de l'Internet Yahoo! a été régulièrement le terrain d'action d'actionnaires activistes ces dernières années. En 2008 par exemple, *Carl Icahn* a vertement critiqué Yahoo! pour avoir refusé l'offre de *Microsoft* qui proposait 47,5 milliards USD (la capitalisation boursière actuelle se monte à 40,4 milliards USD). L'ancien manager (CEO) *Scott Thompson* a également été contraint de démissionner en 2012 sous la pression d'un fonds spéculatif. Le CEO actuel – depuis juillet 2012 – est *Marissa Mayer*, un manager prometteur en provenance de *Goo-*

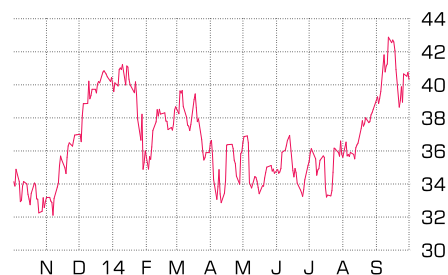
YARA INTERNATIONAL



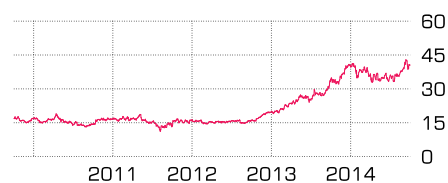
♦ **Cours:** 318,60 NOK
 ♦ **Ticker:** Oslo
 ♦ **Code ISIN:** NO0010208051



YAHOO



♦ **Cours:** 40,32 USD
 ♦ **Ticker:** YHOO NASDAQ
 ♦ **Code ISIN:** US9843321061



gle. Mais elle non plus ne parvient toujours pas à renouer avec la croissance, en dépit d'une kyrielle d'acquisitions pour un total de 1,3 milliard USD. Yahoo! perd des parts de marché et les tarifs publicitaires sont sous pression. Le bénéfice du groupe a quand même progressé ces dernières années, grâce à la participation dans *Alibaba* que Yahoo! avait achetée en 2005 pour 1 milliard USD. Yahoo! avait déjà vendu pour 7,9 milliards USD d'actions *Alibaba* en 2012, et on peut désormais y ajouter 121,7 millions d'actions à l'occasion de l'IPO. Aujourd'hui, Yahoo!

YAHOO EST CHÈRE À 32 FOIS LE BÉNÉFICE 2015

détient encore environ 16% d'*Alibaba*. La moitié du produit de cette vente sera reversée aux actionnaires. Yahoo! détient également une participation de 36% dans *Yahoo Japan*. Un nouvel activiste, *Starboard Value*, est récemment monté au créneau pour demander notamment le rachat du concurrent *AOL*. La hype *Alibaba* ayant atteint son point culminant, nous trouvons qu'il est trop tard pour investir dans Yahoo!. De telles introductions interviennent toujours dans la phase finale d'une hausse boursière, jamais au début. De plus, l'action Yahoo! est chère, à 32 fois les bénéfices attendus pour 2015. Nous confirmons dès lors notre avis : vendre (3B). ■

Agenda

Lundi 6 octobre

UE: prix à l'importation industrielle
 Bourses de Bombay, Istanbul, Singapour fermées

Mardi 7 octobre

Belgique: chômage
 Japon: taux
 Turquie: Bourse d'Istanbul fermée
 Yum! Brands: résultats T3

Mercredi 8 octobre

Etats-Unis: rapport de réunion de la Fed
 Alcoa: résultats T3
 Arseus: déclaration intermédiaire T3
 Monsanto: résultats T4 2013-2014

Jeudi 9 octobre

UE: prix des maisons
 Pays-Bas: inflation
 Etats-Unis: masse monétaire
 Etats-Unis: nouvelles demandes d'allocations de chômage
 PepsiCo: résultats T3

Vendredi 10 octobre

Etats-Unis: dette souveraine
 Etats-Unis: prix à l'importation et l'exportation
 Qrf: résultats T3

Mise à jour quotidienne sur www.initiedelabourse.be

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (16,34%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	13,00	€ 4.176,30	3,30	1C	40B/14
Deere & Company	US2441991054	83,60	75	USD	81,55	€ 4.875,45	3,85	1A	35A/14
Nutreco	NL0010395208	36,34	125	EUR	28,91	€ 3.613,75	2,86	1A	32B/14
Syngenta	CH0011037469	355,00	15	CHF	297,90	€ 3.701,54	2,93	1A	34A/14
Tessenderlo	BE0003555639	19,03	200	EUR	21,58	€ 4.315,00	3,41	1B	39B/14
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (41,59%)									
Adidas	DE000A1EWWWD	73,02	75	EUR	59,86	€ 4.489,50	3,55	1A	39A/14
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	57,11	€ 4.568,80	3,61	1B	40B/14
Bolloré	FR0000039299	380,00	10	EUR	448,35	€ 4.483,50	3,54	2A	37A/14
Coca Cola	US1912161007	39,12	160	USD	42,74	€ 5.461,98	4,32	1A	31B/14
Cosan	BMG253431073	12,58	500	USD	10,10	€ 4.006,98	3,17	1B	40A/14
Henkel	DE0006048432	78,08	60	EUR	77,96	€ 4.677,60	3,70	1A	34B/14
Inditex	ES0148396007	21,43	200	EUR	21,59	€ 4.318,00	3,41	1B	39A/14
LVMH	FR0000121014	126,70	30	EUR	127,35	€ 3.820,50	3,02	1A	37B/14
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.383,00	€ 3.260,41	2,58	2A	38A/14
Standard Chartered	GB0004082847	1.425,00	350	PNC	1.136,00	€ 5.109,23	4,04	1B	35B/14
Volkswagen VA	DE0007664039	177,25	25	EUR	164,40	€ 4.167,25	3,29	1A	32B/14
Yum! Brands	US9884981013	69,49	75	USD	71,51	€ 4.271,24	3,38	1A	31A/14
ÉNERGIE (13,26%)									
CGG	FR0000120164	8,96	600	EUR	7,00	€ 4.199,09	3,32	1B	33AB/14
Fred Olsen Energy	N00003089005	220,28	300	NOK	113,30	€ 4.486,44	3,55	1B	40A/14
Royal Dutch Shell A	GB00B03MLX29	26,93	150	EUR	29,98	€ 4.537,50	3,59	1B	32A/14
Uranium Participation	CA9170171057	5,26	1.000	CAD	5,03	€ 3.557,54	2,81	1B	38B/14
OR&MÉTAUX (8,10%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	11,30	250	EUR	10,64	€ 2.658,75	2,10	1B	32B/14
First Quantum Minerals	CA3359341052	24,38	217	CAD	21,37	€ 3.279,79	2,59	1B	33AB/14
Vale	US91912E1055	13,30	500	USD	10,86	€ 4.308,50	3,40	1B	32B/14
VIELLISSEMENT (17,24%)									
Essilor	FR0000121667	73,22	60	EUR	86,35	€ 5.210,40	4,12	2A	40A/14
Novo Nordisk	US6701002056	34,96	125	USD	47,82	€ 4.742,92	3,75	2A	34A/14
Sanofi	FR0000120578	75,45	60	EUR	88,85	€ 5.587,20	4,42	2A	40A/14
Thrombogenics	BE0003846632	10,43	250	EUR	7,23	€ 1.806,50	1,43	2C	36A/14
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	59,55	€ 4.466,25	3,53	2A	32A/14

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	122.157,90	96,53	4.386,73	3,47	126.544,63	+9,3%

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

Ordres d'achat : nous avons acheté 100 actions Cosan à 10,87 USD (coût: 847,25 EUR)

Ordres de vente : -

Asian Citrus : trésorerie supérieure au cours

Comme les observateurs le craignaient, l'exercice 2013-2014 n'est absolument pas de bonne facture pour **Asian Citrus**, le premier producteur d'oranges chinois. Asian Citrus gère trois plantations : *Hepu*, *Xinfeng* et *Hunan*, pour un total de près de 4 millions d'oranges. En outre, le groupe est propriétaire de la société de traitement des fruits *Behai Perfuming Garden Juice Company* (BPG; 42% du chiffre d'affaires du groupe). Bien qu'une importante quantité d'arbres se soit ajoutée à ses actifs ces dernières années, la production totale d'oranges a baissé de près de 10%, à 197.467 tonnes, conséquence de mau-

vaises conditions climatiques, de replantations sur la plantation d'*Hepu* et des dégâts occasionnés par l'ouragan *Rammasun*. Dans la mesure où le prix de vente moyen des oranges a également baissé de quelque 10%, le CA a reculé de 14,4%, à 1,27 milliard de renminbi (RMB) ou 120,4 millions de livres sterling (GBP). Compte tenu de l'augmentation ultérieure des coûts (15%), les marges bénéficiaires ont plongé. Le cash-flow opérationnel (EBITDA) est passé de 53 à 7,5 millions GBP et le bénéfice de 3,5 pence (PNC) de l'exercice 2012-2013 s'est transformé en perte nette récurrente (hors éléments exceptionnels) de

0,4 PNC pour 2013-2014.

Ces dernières années, le cours de l'action a connu une évolution catastrophique parallèle à la baisse des résultats. Le titre présente désormais une décote extrême par rapport à sa trésorerie par action, qui s'élève à 14,4 PNC; soit davantage que le cours de Bourse) et un rapport cours/valeur comptable d'à peine 0,2. Tous les ingrédients favorables à un redressement sont présents mais il faudra encore patienter. Nous rappelons l'importance d'avoir un horizon de placement éloigné, et soulignons le risque supérieur à la moyenne (**rating 1C**). ■

Directeur stratégique : Danny Reweghs, **Editeur :** Jos Grobden, **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 :** wvd 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.

