



Pour tout conseil en placement

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

27 janvier 2015 - n° 5A

44e année

Anvers

P509536

Paraît 2 fois par semaine

L'Initié

DE LA BOURSE

www.initiedelabourse.be

Sommaire

PORTEFEUILLE & SÉLECTION 2-3

Coca-Cola,
Tubize,
SABMiller,
Intentions d'achat et de vente

ACTIONS 4-7

Bone Therapeutics,
Deceuninck,
Resilux,
ASML

OBLIGATIONS 8-9

La BCE a dégainé son bazooka

CHECKLIST A 10-12

Belgique et Europe

Index d'actions

ASML	7
Bone Therapeutics	4
Coca-Cola	2
Deceuninck	5
Franco-Nevada	1
Market Vectors Goldminers	1
Resilux	6
SABMiller	3
Tubize	2
UCB	2

Contrairement aux attentes, le cours de l'or n'a pas poursuivi son élan baissier des derniers mois. Il semblait pourtant bien décidé à trouver son plancher lorsqu'il avait faibli, à l'automne dernier, sous les 1200 USD l'once – son plus faible niveau depuis 2010, inférieur au double plancher de 2013. Les investisseurs étaient alors absolument convaincus de l'imminence d'un revirement dans la politique monétaire des Etats-Unis, et que ce facteur serait défavorable au cours du métal précieux. Le sommet à 1900 USD l'once du printemps 2011 était alors encore très loin. Quelques mois plus tard, force est de constater que la chute du cours n'est finalement pas vertigineuse, que du contraire : il affiche une hausse de 10%. De même, l'évolution des marchés obligataires américains suggère que de plus en plus d'investisseurs doutent désormais que la *Federal Reserve* relève ses taux cette année. Les indicateurs les plus récents publiés aux Etats-Unis ne sont en effet plus aussi enthousiasmants qu'il y a quelques mois.

La hausse du cours du métal précieux est d'autant plus spectaculaire que le dollar américain (USD) s'est offert une remontée par rapport à la plupart des autres devises. Et en tout cas face à l'euro (EUR).

Double gain !

Autrement dit, l'investisseur belge amateur d'or a gagné sur deux tableaux ces derniers mois, dans la mesure où le métal jaune a progressé en USD et que cette devise a pris de la hauteur face à l'EUR. L'an dernier, le cours de l'or est finalement resté globalement inchangé en USD, mais en EUR, il affiche un gain de plus de

10%, qui compense déjà en partie la perte de 2013. Durant les premières semaines de cette année, le prix de l'or en USD s'est déjà hissé de quelque 8%, mais en EUR de 15%.

Manifestement, les investisseurs espèrent encore plusieurs interventions de la BCE et de moins en moins de la part de la Fed cette année. La mesure totalement inattendue prise par la Banque centrale suisse (abandon du plafond de 1,20 franc suisse) a également soutenu le cours de l'or.

Tout porte dès lors à croire que l'évolution du cours de l'or devrait surprendre agréablement les marchés en 2015. Vous pouvez bien sûr acheter de l'or physique, ou lui préférer un tracker sur le cours du métal (**Gold Bullion Securities**, par exemple). Notez toutefois que les mines aurifères ont vu leurs cours plus sévèrement sanctionnés encore que le cours de l'or lui-même ces trois dernières années. En moyenne, les cours des mines aurifères affichent un tiers seulement de leur plus-haut de 2011. Dans la mesure où nous ne souhaitons pas nous exposer à un risque opérationnel trop important en sélectionnant une mine individuelle, nous plaçons un ordre d'achat sur le tracker aurifère le plus connu, le **Market Vectors Goldminers** (coté sur le NYSE; ticker **GDX**; code ISIN US57060U1007). Nous dresserons un portrait de ce tracker aurifère dans la rubrique Dérivés de notre numéro B cette semaine. Autre possibilité : la société de royalties et streaming **Franco-Nevada** (ticker **FNV**; code ISIN CA3518581051), mais son potentiel d'appréciation nous semble plus restreint du fait de son évolution déjà largement positive ces dernières années. ■

Portefeuille

	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	*Hist.
AGRICULTURE (13,91%)									
Asian Citrus	BMG0620W2019	12,78	25.000	PNC	8,00	€ 2.676,30	2,15	1C	47B/14
Syngenta	CH0011037469	355,00	15	CHF	287,20	€ 4.388,75	3,52	1A	04B/15
Tessenderlo	BE0003555639	18,58	265	EUR	22,40	€ 5.936,00	4,76	1B	03A/15
Wilmar International	US9714331074	24,55	200	USD	24,39	€ 4.332,03	3,48	1B	49A/14
CONSOMMATION CLASSE MOYENNE (38,50%)									
Adidas	DE000A1EWWW0	73,02	75	EUR	60,54	€ 4.540,50	3,64	1A	50A/14
Barco	BE0003790079	52,22	80	EUR	55,55	€ 4.444,00	3,57	1B	03A/15
Bollere	FR0000039299	3,80	1.000	EUR	3,83	€ 3.835,00	3,08	1B	50B/14
Coca Cola	US1912161007	40,16	100	USD	43,31	€ 3.856,38	3,09	2A	05A/15
Cosan	BMG253431073	11,87	625	USD	7,80	€ 4.335,95	3,48	1B	47B/14
DSM	NL0000009827	47,05	80	EUR	45,00	€ 3.600,00	2,89	1A	04B/15
ICBC	US4558071076	13,44	400	USD	15,01	€ 5.314,86	4,26	1B	48B/14
Lafarge	FR0000120537	57,50	75	EUR	61,74	€ 4.585,65	3,68	1B	46AB/14
SABMiller Plc	GB0004835483	2.756,00	75	PNC	3.436,50	€ 3.448,92	2,77	2A	05A/15
Solvay	BE0003470755	111,80	35	EUR	115,70	€ 4.034,55	3,24	1B	50B/14
Volkswagen VA	DE0007664039	173,75	30	EUR	198,10	€ 5.985,30	4,80	1A	48A/14
ÉNERGIE (12,08%)									
CGG	FR0000120164	8,96	600	EUR	4,73	€ 2.835,29	2,28	1B	51B/14
Fred Olsen Energy	NO0003089005	179,73	425	NOK	67,90	€ 3.561,48	2,86	1B	45B/14
Petrobras	US71654V4086	8,94	625	USD	7,25	€ 4.006,52	3,21	1C	46AB/14
Uranium Participation	CA9170171057	5,20	1.250	CAD	5,21	€ 4.651,99	3,73	1B	04A/15
OR&MÉTALUX (16,82%)									
ArcelorMittal	LU0323134006	10,67	400	EUR	8,30	€ 3.306,65	2,65	1B	46AB/14
First Quantum Minerals	CA3359341052	22,50	400	CAD	12,67	€ 3.593,96	2,88	1B	03B/15
Silver Wheaton	CA8283361076	20,83	250	USD	23,05	€ 5.129,84	4,12	1B	49B/14
Umicore	BE0003884047	32,20	125	EUR	36,56	€ 4.555,68	3,66	1B	45B/14
Vale	US91912E1055	12,31	625	USD	7,85	€ 4.373,28	3,51	1B	04A/15
VIEILLISSEMENT (13,10%)									
GlaxosmithKline	GB0009252882	1.465,00	250	PNC	1.500,00	€ 5.017,81	4,03	1A	46AB/14
Sanofi	FR0000120578	74,88	60	EUR	83,40	€ 5.004,06	4,02	1A	45B/14
Thrombogenics	BE0003846632	10,43	250	EUR	7,89	€ 1.972,00	1,58	2C	03B/15
Tubize (fin)	BE0003823409	37,70	75	EUR	57,75	€ 4.331,25	3,48	2A	05A/15

PORTEFEUILLE-RETURN

	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
Total	117.800,70	94,71	6.584,97	5,29	124.385,67	100,0

COMPARAISON DES PRESTATIONS

	Depuis 1/1/2015	Sur 5 ans	Sur 10 ans
Initié de la bourse	+5,6%	+55,7%	+71,0%
Indice MSCI World	+0,3%	+59,8%	+43,1%

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

Ordres d'achat: nous achetons 225 actions **Aker Asa** à maximum **149,60 NOK** et 200 actions **Market Vectors GoldMiners** à maximum **23,25 USD**

Ordres de vente: nous vendons 100 actions **Coca-Cola** à minimum **42,80 USD**

Arbitrage : Coca-Cola pour GoldMiners ETF

Comme déjà annoncé, nous souhaitons miser sur le rétablissement du cours de l'or et sur le retard accumulé par les sociétés aurifères. Mais pour ce faire, nous devons nous délester d'une autre valeur. Après notre évaluation (lire IB-3B) de **Coca-Cola**, nul ne sera étonné que ce titre se voie attribuer une limite de vente. Trop peu d'arguments permettent en effet de prédire une hausse du cours du géant des boissons. Son cours a même progressé de quelque 10% depuis l'achat, et grâce à la hausse du dollar, nous pouvons rapporter une plus-value de plus de 20%.

UCB/Tubize: bon début d'année 2015

La croissance de la filiale de **Tubize**, **UCB** (Tubize a une participation de contrôle de 36,2%), se poursuit après de nombreuses années de stagnation du chiffre d'affaires. Les actions ont traversé une période difficile à l'automne dernier, après le ralentissement net de la croissance de ses trois médicaments phares (*Cimzia*, *Vimpat* et *Neupro*) au 3^e trimestre et la vente de sa filiale générique américaine *Kremers Urban*. Mais voilà, sur les trois premières semaines de cette année, l'action a à nouveau progressé de quelque

10%. UCB est désormais emmené par le nouveau CEO *Christophe Tellier* qui succède à *Roch Doliveux*. Cela dit, la hausse du cours se justifie par une autre nouvelle positive: la demande, la semaine dernière, d'approbation de *brivaracetam* (antiépileptique) aux USA comme en Europe. Avant cela, le groupe avait annoncé une collaboration avec *Neuropore* dans la lutte contre la maladie de Parkinson, et le lancement, avec *Demira*, de l'étude de phase III pour *Cimzia* dans l'indication de psoriasis modéré à grave. Nous répétons que l'action UCB est chère, mais que l'an dernier, la décote importante

(43%) du holding-mère Tubize n'a pas évolué. Ce qui justifie un maintien de Tubize en portefeuille (**rating 2A**).

SABMiller: trimestre (plus) difficile

Pour connaître les résultats du 3^e trimestre de SABMiller pour l'exercice 2014-2015 (clôture le 31/3), il faudra encore attendre un mois, mais un trading update a d'ores et déjà été publié la semaine dernière, qui relate l'évolution du CA du géant brassicole au cours de la période octobre-décembre 2014. A taux de change constants, le CA s'est accru de 4% (légèrement moins que le consensus des analystes de +4,5%). Cependant, les volumes de bière vendus ont reculé de manière inattendue de 1% au 3^e trimestre, contre des projections moyennes de +0,7%. Le marché craignait manifestement un CA plus faible encore, car le cours avait reculé les jours précédant l'annonce, pour se redresser après celle-ci. Les difficultés du groupe se concentrent en Amérique du Nord (baisse des volumes de bière de 1%) et davantage encore en Asie (-7%) et

**TUBIZE AFFICHE
TOUJOURS UNE DÉCOTE
DE 43% PAR RAPPORT
À UCB**

plus spécifiquement en Chine (-9%). SABMiller pointe du doigt les conditions climatiques moins favorables. Aucun motif de nature structurelle, donc.

SABMiller reste en portefeuille car

INTENTIONS D'ACHAT ET DE VENTE

Consommation de la classe moyenne des pays émergents

- ♦ **Adidas:** crainte de résultats faibles en Russie tempère le rebond de cours
- ♦ **Barco:** relèvement de l'objectif de cours à 65 EUR par Banque Degroof, mais abaissement de l'objectif à 54 EUR par KBC Securities
- ♦ **Bolloré:** action scindée en 100 dans le cadre de l'offre sur Havas
- ♦ **Coca-Cola:** limite de vente (lire par ailleurs); résultats trimestriels le 18/2
- ♦ **Cosan:** négativisme autour du Brésil rend le cours très volatil
- ♦ **DSM:** ascension inattendue du CHF pèse sur le cours car production de vitamines en Suisse; chiffres annuels le 11/2
- ♦ **ICBC:** cours profite de la hausse des Bourses chinoises
- ♦ **SABMiller:** trading update accueilli positivement (lire par ailleurs)
- ♦ **Solvay:** nouveau-venu en portefeuille; chiffres annuels le 26/2
- ♦ **Volkswagen pref.:** a confirmé avoir atteint les objectifs 2014; chiffres annuels le 12/3; cours se redresse

Energie

- ♦ **CGG:** abaissement de la note de solvabilité par Standard&Poor's
- ♦ **Fred Olsen Energy:** conseil d'achat avec objectif de cours à 100 NOK de Carnegie suffisant pour justifier hausse de cours de 20% le 7/1; résultats trimestriels le 11/2
- ♦ **Petrobras:** cours très volatil; résultats trimestriels le 31/1

- ♦ **Uranium Participation:** valeur intrinsèque au 31/12: 5,39 CAD

Or & métaux

- ♦ **ArcelorMittal:** émission obligataire de 750 millions EUR; résultats trimestriels le 13/2
- ♦ **First Quantum Minerals:** titre tente de se reprendre après plongeon du cours consécutif à la chute du prix du cuivre en Zambie
- ♦ **Silver Wheaton:** profite pleinement du redressement des métaux précieux
- ♦ **Umicore:** redressement des métaux précieux soutient le cours; chiffres annuels le 6/2
- ♦ **Vale:** intérêt pour la division Nickel de Mick Davis (ancien CEO Xstrata)

Agriculture

- ♦ **Asian Citrus:** début d'année marqué par forte hausse de cours sans annonce particulière
- ♦ **Syngenta:** repli de cours en ligne avec CHF; chiffres annuels le 4/2
- ♦ **Tessenderlo:** position renforcée car avons participé à l'augmentation de capital
- ♦ **Wilmar International:** géant asiatique de l'agriculture; chiffres annuels le 18/2

Vieillesse de la population

- ♦ **GlaxoSmithKline:** chiffres annuels le 4/2
- ♦ **Sanofi:** chiffres annuels le 5/2
- ♦ **ThromboGenics:** cours se redresse grâce notamment à la désignation de Dominique Vanfleteren au poste de CFO
- ♦ **Tubize (fin):** actualité positive soutient le cours d'UCB/Tubize (lire par ailleurs)

nous pensons que «quelque chose» se produira au cours des prochains mois: soit une reprise (défensive) importante par SABMiller (*Heineken* ? ou dans les boissons fraîches), soit l'offre tant attendue d'*AB InBev* sur SABMiller. Nous

avons déjà acté une partie de notre plus-value sur cette position. Pour le reste, nous attendons d'en savoir plus (concernant une éventuelle acquisition ?), pour autant que la croissance du groupe se poursuive (**rating 2A**). ■

SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

	Rating*	Commentaire
Abylnx	1C	Des bonnes nouvelles devraient soutenir le cours
Aker Asa Group	1A	Accent particulier sur la création de valeur
Anglo Eastern Plantations	1A	Groupe de plantation actif dans l'huile de palme
Compagnie des Alpes	1B	La rentabilité reprend. Rétardataire et très bon marché.
Doro Ab	1B	Valeur de croissance; très bon marché
Elia	1A	La valeur défensive par excellence
Fagron	1B	Forte croissance. Opportunité d'achat
Fresenius SE	1A	Valeur allemande de croissance
Michelin	1B	A nouveau une valorisation attrayante; favorit 'consommation classe moyenne'
Picanol	1B	Magnifique turnaround
PNE Wind	1B	joueur allemand dans l'énergie alternative; bonnes perspectives
Resilix	1A	Lancement P&G produit pourrait donner une nouvelle impulsion à l'action
Technip	1B	Mène la consolidation; favorit 'énergie'
Texaf	1B	Smallcap active au Congo
Velcan Energy	1B	Acteur de niche dans l'hydroélectricité; valorisation à peine supérieure à sa trésorerie
Vinci	1B	Valeur en retrait du secteur de la construction

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

PHARMACIE

Bone Therapeutics

Souscrire à l'IPO

Il est rare que nous recommandions de souscrire à l'entrée en Bourse (IPO) d'une jeune entreprise biotechnologique, mais nous faisons une exception pour Bone Therapeutics. L'entreprise est pourtant active dans le segment difficile de la thérapie à base de cellules souches. Née en 2006 sous la forme d'une spin-off de l'ULB, celle-ci développe des produits de thérapie cellulaire de régénérescence osseuse pour le traitement et la prévention de fractures. Le marché total est énorme : 34 milliards USD et 42 millions de patients en Europe, au Japon et aux Etats-Unis. Bone Therapeutics vise un sous-groupe de 12 millions de patients qui enregistre une croissance structurelle sous l'effet du vieillissement de la population. L'entreprise a plusieurs années d'avance dans ce domaine de recherche, et peu, voire aucune concurrence connue jusqu'au stade des recherches précliniques avancées. Aujourd'hui, ce sont au total cinq études cliniques qui sont en cours avec deux produits – le PREOB et l'ALLOB : deux études de phase IIb/III et trois études de phase I/IIa. Le PREOB est un produit de thérapie cellulaire autologue (fabriqué à partir des cellules de moelle osseuse du patient lui-même). L'ALLOB est la version allergénique, produite à partir de cellules

de moelle osseuse d'un volontaire sain et donc utilisable chez plusieurs patients. Le grand avantage de ces produits est qu'ils peuvent être administrés par injection dans la zone de la fracture, alors que les opérations actuelles sont souvent très invasives et assorties de périodes de rétablissement de plusieurs mois. Même si cela nécessitera un changement du traitement standard (par rapport à la chirurgie opératoire) qui ne sera pas facile à réaliser. Dans certaines indications, il n'existe cependant aucun traitement (concluant) actuellement. L'IPO prévoit une cotation boursière à partir du 6 février (ticker: **BOTHE**) sur *Euronext Bruxelles* et *Paris*, par l'émission de 1,75 million d'actions dans une fourchette prévue de 14,5 à 16,5 EUR par action. Une option de 15% d'actions supplémentaires et une option de surattribution d'encore 15% sont également prévues. La période de souscription court du 22 janvier au 2 février (avec une possibilité de clôture anticipée à partir du 29 janvier). Avec les 10 millions EUR de liquidités disponibles (provenant d'une obligation convertible qui sera convertie lors de l'entrée en Bourse pour environ 1,1 million d'actions nouvelles), l'opération procurera à l'entreprise suffisamment de moyens de fonctionnement – environ 40 millions EUR – pour les quatre prochaines années. En fonction de l'exercice ou non des options d'émissions supplémentaires, le nombre d'actions en circulation passera de 35 millions avant l'IPO à entre 6,3 et 7 millions (capitalisation de 93 à 112 millions EUR). Pour deux indica-

tions – le PREOB pour les fractures au processus de guérison interrompu (phase IIb/III en Europe) ainsi qu'en prévention de l'ostéonécrose de la hanche (nécrose de l'os; en phase III en Europe) –, Bone Therapeutics prévoit le lancement de deux études de phase III durant le deuxième semestre 2016 aux Etats-Unis. La stratégie consiste à poursuivre le développement de son pipeline en totale autonomie le plus longtemps possible en Europe. Aux Etats-Unis et au Japon, l'entreprise partira à la recherche de partenaires. Avec le PREOB en prévention de l'ostéonécrose, Bone Therapeutics espère avoir un premier produit sur le marché pour 2019/2020. Pour l'indication des fractures au processus de guérison interrompu, l'objectif est fixé à 2020. ■

Conclusion

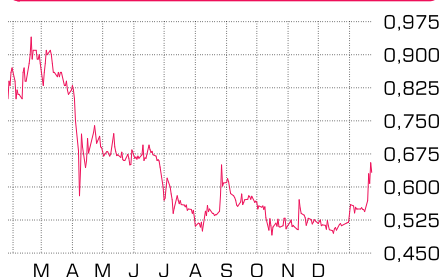
Bone Therapeutics est un précurseur qui possède des candidats médicaments prometteurs pour un groupe cible potentiellement important et en croissance structurelle. L'entreprise peut présenter des études cliniques convaincantes au moment de l'introduction en Bourse. Limitez cependant votre position, vu le risque élevé inhérent à tout placement dans une jeune entreprise biotechnologique.

Conseil: digne d'achat

Risque: élevé

Rating: 1C

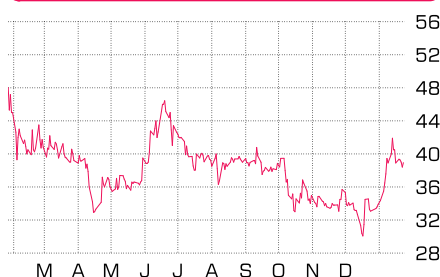
TIGENIX NV



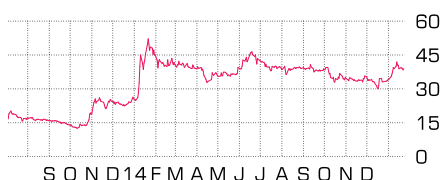
▮ **Cours:** 0,63 EUR
 ▮ **Ticker:** TIG Bruxelles
 ▮ **Code ISIN:** BE0003864817



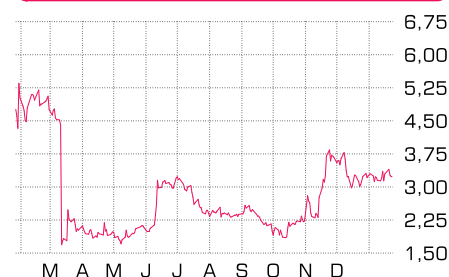
CARDIO3 BIOSCIENCES



▮ **Cours:** 38,94 EUR
 ▮ **Ticker:** CARD Bruxelles
 ▮ **Code ISIN:** BE0974260896



GERON CORP



▮ **Cours:** 3,23 USD
 ▮ **Ticker:** GERN NASDAQ
 ▮ **Code ISIN:** US3741631036



Actions belges

CONSTRUCTION Deceuninck



Les résultats 2014 du producteur flamand de profils en PVC pour portes et fenêtres n'entreront pas dans les annales. Pour autant, on ne peut pas dire que l'année dernière fut morne. Le groupe planche en effet sur son avenir. En témoigne l'acquisition stratégiquement importante, à la fin de l'été, de *Pimas*, le pionnier des systèmes de fenêtres en PVC en Turquie, actif sous le nom de *Pimapen*. Cette acquisition ne lui procure pas seulement quelque 60 millions EUR de chiffre d'affaires (CA) supplémentaire. *Pimapen* est l'enseigne la plus connue de production de fenêtres de qualité en Turquie, qui dispose d'un réseau de 1200 points de vente. Deceuninck est actif depuis déjà 14 ans entre l'Europe et l'Asie, non sans succès. Ensemble, ils deviendront le numéro un du deuxième marché de fenêtres en PVC d'Europe (325.000 tonnes de volume par an), avec encore un important potentiel de croissance pour les décennies à venir. *Pimas* gère deux sites de production. Le plus grand est à Gebze (Turquie), mais depuis 2007, un deuxième s'est ajouté à Rostov-on-Don (Russie). La Russie est le plus important marché de châssis d'Europe (370.000 tonnes de volume par an) et Deceuninck y est également actif depuis une dizaine d'années. Il ajoute

DECEUNINCK



♦ **Cours:** 1,77 EUR
♦ **Ticker:** DECB Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003789063



la marque *Entwin* à son assortiment de produits. L'acquisition stratégique de *Pimas* impliqua par ailleurs, un an déjà après l'annonce de l'acquisition, une augmentation de capital de 50 millions EUR par placement privé. Celle-ci a permis à *Gramo BVBA*, le holding contrôlé par *Francis Van Eeckhout*, un entrepreneur belge spécialisé dans les matériaux de construction, de devenir actionnaire de référence, avec plus de 20% des titres. Le holding *Sofina* y a également participé, pour obtenir une participation de 17,5%. Les chiffres après 9 mois expliquent que la direction de l'entreprise ait dû procéder à l'acquisition de *Pimas*. Les marchés domestiques en Europe occidentale se sont moins bien comportés en raison de la faible croissance économique. Le marché français de la construction résidentielle est en repli. Mais même l'Allemagne, que Deceuninck inclut

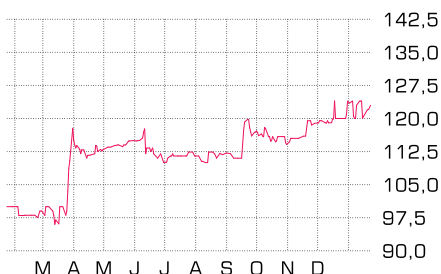
dans le groupe Europe centrale et de l'Est, est confrontée à un affaiblissement du marché de la construction. Sans parler, pour cette région, de la Russie elle-même... La croissance provient essentiellement des pays anglo-saxons (Etats-Unis et Royaume-Uni) et de la Turquie et d'autres pays émergents. Du moins si l'on compte en devise locale. Au Brésil, Deceuninck a repris son distributeur local de profils *Althera*, ce qui a donné lieu à la mise sur pied de la filiale *Deceuninck do Brazil*. Après 9 mois, le CA s'élevait à 405,6 millions EUR ou -0,9% par rapport à la période comprise entre janvier et septembre 2013. Au 1^{er} semestre, le CA avait encore connu une progression de 0,4%, mais le cash-flow opérationnel (EBITDA) avait reflué de 20%, à 15,2 millions EUR, et le bénéfice opérationnel (EBIT) de 40%, à 4 millions EUR. ■

Conclusion

Deceuninck est clairement en retrait, avec une valorisation très raisonnable, et des ratios tels qu'un EV/EBITDA de 6,1 pour 2015, un cours/CA de 0,3 et un cours/valeur comptable de 0,9. D'où notre relèvement de conseil. Même s'il faudra faire preuve d'un peu de patience, avant que l'action surperforme la moyenne du marché.

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

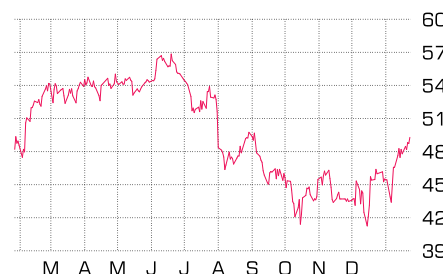
MOURY CONSTRUCT



♦ **Cours:** 122,98 EUR
♦ **Ticker:** MOUR Bruxelles
♦ **Code ISIN:** BE0003602134



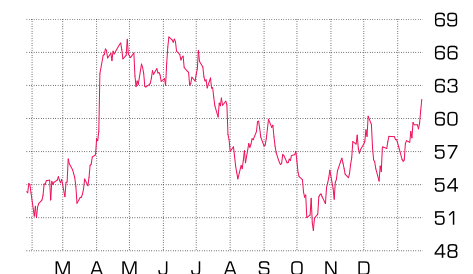
VINCI



♦ **Cours:** 49,29 EUR
♦ **Ticker:** DG Paris
♦ **Code ISIN:** FR0000125486



LAFARGE



♦ **Cours:** 61,74 EUR
♦ **Ticker:** LG Paris
♦ **Code ISIN:** FR0000120537



Actions belges

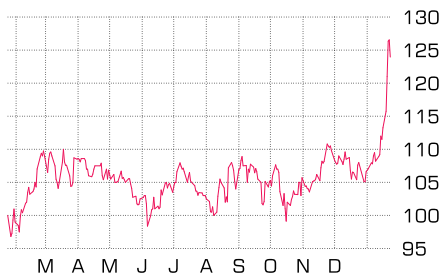
EMBALLAGES

Resilux



Le lancement mondial tant attendu du *Gillette Fusion Pro-Glide Sensitive* est une réalité. L'innovation de ce spray tient au fait qu'il utilise la technologie *AirOPack*, une technologie révolutionnaire permettant d'introduire dans des préformes PET (marché des aérosols) des liquides, poudres, gaz et produits à viscosité moyenne à élevée (crèmes, mousses, gels) à l'aide d'air comprimé et sans gaz. Une nouveauté qui fait de l'ombre à l'aérosol, qui domine le marché depuis plusieurs décennies. *AirOPack* est une filiale d'*AirOLux* (fondée en 2009), un accord de collaboration (50-50%) avec le groupe helvético-néerlandais *AirOPack Technology* appartenant au Néerlandais *Quint Kelders*. On peut désormais considérer que cette forme innovante de conditionnement a fait sa percée définitive. L'accord quinquennal avec *Procter&Gamble*, connu à l'échelle mondiale avec des marques telles que *Pampers*, *Pantène*, *Always*, *Ariel*, *Gillette*, *Duracell*... a déjà été signé à l'automne 2013. Pourtant, le premier produit *AirOPack P&G* en «Men personal care» s'est fait attendre plus d'une année. La production s'organise en Suisse, à Bilten. *Procter&Gamble* devrait également organiser une production outre-Atlantique, mais dans

RESILUX



Cours: 123,95 EUR
Ticker: RES Bruxelles
Code ISIN: BE0003707214



une usine en construction de Resilux. La technologie *AirOPack* est déjà utilisée par *Method (Ecover)* et *Elizabeth Arden* (cosmétiques). La probabilité est grande que d'autres contrats soient signés par *AirOLux* dans le courant de l'année. En tout cas, l'usine de Bilten commence à tourner à plein régime, de sorte que la joint-venture devrait finalement contribuer au bénéfice cette année. Cependant, le groupe flamand Resilux est avant tout connu depuis deux décennies en tant que producteur de préformes et bouteilles PET. Dans cette activité, l'entreprise de la famille *De Cuyper* figure parmi les acteurs européens de moyenne envergure (en 2013, 4,87 milliards de préformes et 441.000 bouteilles), avec une présence paneuropéenne (sites de production à Wetteren en Belgique, mais aussi en Espagne, Russie, Grèce, Suisse et Hongrie), ainsi qu'une usine aux USA. Sur

les six premiers mois de l'année, la valeur ajoutée (paramètre plus représentatif que le CA en raison de l'impact important des prix des matières premières) s'est accrue de 6,5%, à un nouveau record de 33,7 millions EUR. Une performance qui est confirmée par une hausse de 8% du cash-flow opérationnel, à 18 millions EUR et une augmentation de 9% de l'EBIT (bénéfice opérationnel), à 11,4 millions EUR. Au 1^{er} semestre, le résultat net a atteint 7,7 millions EUR (+3%; 3,83 EUR par action), qui devient 6,6 millions EUR ou 3,27 EUR par action si l'on en déduit les pertes d'*AirOLux*. Son partenaire *AirOPack Technology* est coté à Zurich, avec une capitalisation boursière de quelque 105 millions EUR après conversion (52,5 EUR par action). Le Resilux «classique» (préformes et bouteilles PET) est valorisé à 145 millions EUR ou 73 EUR par action. C'est plutôt faible, compte tenu de la récente acquisition de son pair *APPE Packaging Division (La Seda)* par *Plastipak Packaging*. ■

Conclusion

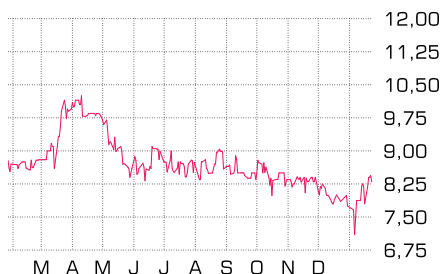
Le lancement du produit AirOPack Gillette a donné une nouvelle impulsion au cours. Nous relevons la fair value de 135 à 145 EUR. Resilux demeure l'un de nos favoris belges à plus long terme.

Conseil: digne d'achat

Risque: faible

Rating: 1A

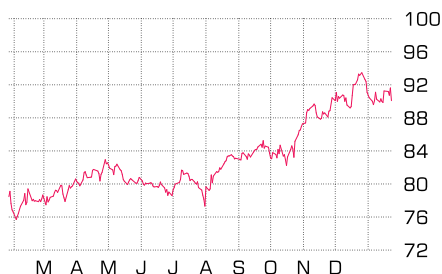
AIROPACK TECHNOLOGY GROUP



Cours: 8,30 CHF
Ticker: AIRN Zurich
Code ISIN: CH0242606942



PROCTER&GAMBLE



Cours: 90,08 USD
Ticker: PG NYSE
Code ISIN: US7427181091



SAINT-GOBAIN



Cours: 38,54 EUR
Ticker: SGO Paris
Code ISIN: FR0000125007



Actions européennes

TECHNOLOGIE

ASML



Grâce à un chiffre d'affaires supérieur aux prévisions au 4^e trimestre, 2014 est devenu un exercice record pour le fabricant néerlandais de semi-conducteurs. Entre octobre et décembre, ASML a vendu 35 machines à semi-conducteurs au lieu des 28 prévues, pour un chiffre d'affaires (CA) d'un peu moins de 1,5 milliard EUR, soit 200 millions EUR au-delà du consensus. Ce qui a porté le CA de l'exercice complet à 5,86 milliards EUR, soit 12% de plus qu'il y a un an. La marge brute moyenne a continué d'augmenter à 44,3%, contre 41,5% en 2013. Au 1^{er} trimestre courant, le CA devrait augmenter à 1,6 milliard EUR, tandis que la rentabilité devrait également s'accroître davantage, avec une marge brute attendue de 47%. Ces deux chiffres étaient supérieurs aux prévisions. Le consensus pour l'ensemble de l'exercice s'élève à 6,8 milliards EUR. Sur le plan du bénéfice, ASML n'a pas non plus déçu, avec une hausse de 18% pour l'ensemble de l'année 2014, à 1,2 milliard EUR ou 2,75 EUR par action. La technologie de production EUV (ultraviolet extrême), importante pour l'avenir de l'entreprise, évolue conformément aux prévisions, tant en ce qui concerne la capacité de la technologie que le rythme de production.



♦ **Cours:** 94,43 EUR
 ♦ **Ticker:** ASML Amsterdam
 ♦ **Code ISIN:** NL0010273215



Fin 2014, sept machines à EUV étaient opérationnelles. ASML prévoit d'en vendre encore six au 1^{er} semestre. Au 4^e trimestre, le groupe a enregistré 1,39 milliard EUR de nouvelles commandes, portant la valeur totale du carnet de commandes à 2,77 milliards EUR. Le précédent programme de rachat, qui a démarré en avril 2013, a été finalisé le 22 décembre de l'an dernier. Sur cette période, ASML a acheté près de 14,6 millions d'actions propres, à un prix moyen de 68,51 EUR. Un nouveau programme de rachat d'actions a été annoncé aussitôt ensuite. Au total, ASML budgétise 1 milliard EUR. Le démarrage rapide d'un nouveau programme de rachat ne peut être considéré indépendamment des titres supplémentaires qui seront offerts à l'achat après la décision de l'actionnaire *Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC)* de vendre

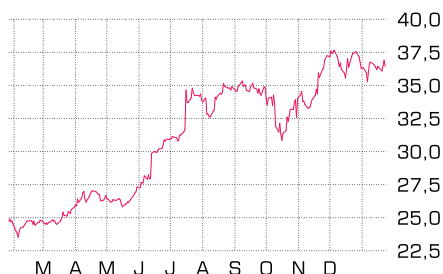
sa position. TSMC est un client important d'ASML, et a acheté en 2012, tout comme *Samsung* et *Intel*, une position dans le groupe néerlandais. L'objectif était de contribuer à soutenir le développement de la technologie EUV. Entre-temps, celle-ci est bien avancée, et cet objectif a donc été atteint. TSMC avait une participation de 5% dans ASML mais a désormais d'ambitieux projets d'investissement. La période de lock-up, pendant laquelle ces actions ne pouvaient pas être vendues, est depuis lors écoulée. Rien n'empêche plus TSMC d'acter les bénéfices des dernières années. La vente annoncée n'a donc rien à voir avec une perte de confiance de TSMC à l'égard d'ASML, elle témoigne d'un besoin de financement élevé de l'entreprise taïwanaise. On s'attend à ce qu'Intel conserve sa position de 15%. La participation de Samsung dans ASML est, à 3%, nettement plus réduite. Le dividende est du reste également augmenté de 15%, de 0,61 à 0,7 EUR par action. ■

Conclusion

Les superlatifs manquent pour décrire la domination technologique d'ASML. Qui plus est, l'entreprise parvient également à les convertir en cash-flows. Mais à respectivement 26 et 20 fois le bénéfice attendu pour cette année et l'an prochain, ASML présente déjà une valorisation tendue.

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

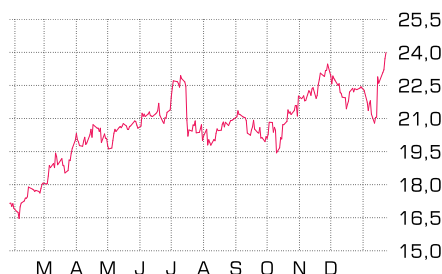
INTEL



♦ **Cours:** 36,44 USD
 ♦ **Ticker:** INTC NASDAQ
 ♦ **Code ISIN:** US4581401001



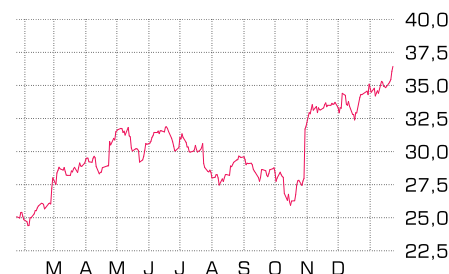
TAIWAN SEMICONDUCTOR



♦ **Cours:** 23,99 USD
 ♦ **Ticker:** TSM NYSE
 ♦ **Code ISIN:** US8740391003



ASM INTERNATIONAL



♦ **Cours:** 36,44 EUR
 ♦ **Ticker:** ASM Amsterdam
 ♦ **Code ISIN:** NL0000334118



La BCE a sorti son bazooka

À partir du mois de mars, la Banque centrale européenne (BCE) achètera pour 60 milliards d'euros (EUR) de titres de créance et opérera de la sorte jusqu'à ce que le taux d'inflation se rapproche des 2%. Elle se donne un an et demi pour atteindre cet objectif. Les marchés ont salué le plan avec enthousiasme. Pourtant, on ne peut en cacher les innombrables manquements risquant de faire échouer l'opération.

Tout d'abord, le but à atteindre. Il est particulièrement dangereux, car une fois qu'on a réveillé le monstre de l'inflation, il est très difficile de le juguler par la suite. D'après les calculs de la BCE, l'expansion monétaire accélérerait la croissance de 0,3 à 0,8%, ce qui produirait une inflation aux alentours de 1%. La BCE part de l'idée que sa création monétaire convergera vers l'économie réelle. Or c'est précisément là que le bât blesse.

Opérations spéculatives

Contrairement aux États-Unis ou à la Grande Bretagne, le marché des capitaux en Europe est entre les mains des banques. Le système financier européen repose principalement sur le crédit bancaire et beaucoup moins sur les titres obligataires. La majeure partie de l'argent frais ira par conséquent augmenter l'avoir des banques. Seront-elles disposées à octroyer

davantage de crédits? Une banque ne concède du crédit qu'à celui qu'elle croit solvable et pour autant que l'argent prêté soit récupérable sans trop de difficultés. Or, depuis que la crise sévit, on a remarqué que les banques étaient plus enclines à fournir du crédit aux spéculateurs qu'aux particuliers ou aux entreprises.

Pour elles, paradoxalement, le risque est moindre quand elles financent une opération spéculative qu'une opération économiquement justifiée. Cela provient du fait que le crédit sert généralement de garantie à l'opération. Dès que celle-ci prend une tournure négative, la banque l'arrête et récupère intégralement son crédit. Ce n'est que lorsque l'évolution des cours devient intempestive, comme on l'a vu il y a deux semaines avec le franc suisse (CHF), qu'elles y perdent. La probabilité est donc très élevée que les banques financeront de préférence les opérations spéculatives plutôt que le reste.

Plus bas historique

La BCE démarre ses interventions au moment où les taux d'intérêt se retrouvent à leur plus bas niveau. Ce n'est donc pas de leur côté qu'on assistera à une poussée de l'inflation. Au contraire. Les interventions les réduiront encore plus. Certains trouvent cela parfait, car cela obligera les épar-

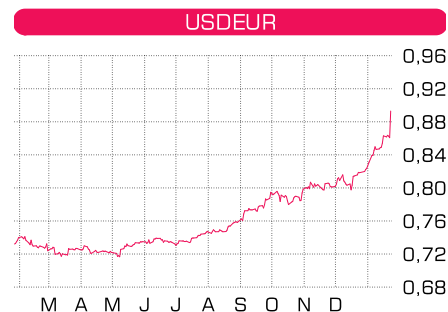
gnants à chercher d'autres solutions pour leur épargne. Mais ce n'est pas parce que la Bourse progresse que la conjoncture en fera autant. Une Bourse est un marché secondaire. On y échange ce qui existe déjà. Les transactions n'enrichissent pas les émetteurs. Elles génèrent tout au plus des commissions et des taxes.

Pour s'assurer que l'argent fraîchement créé aboutisse dans l'économie réelle, la BCE aurait mieux fait d'acheter directement sur le marché primaire. Mais cela lui est interdit, tant par l'Allemagne que par les traités. Aussi la BCE se contente-t-elle d'opérer sur le marché secondaire. Elle n'y opérera pas directement non plus. Elle chargera de cette besogne les banques nationales affiliées. Ces dernières achè-

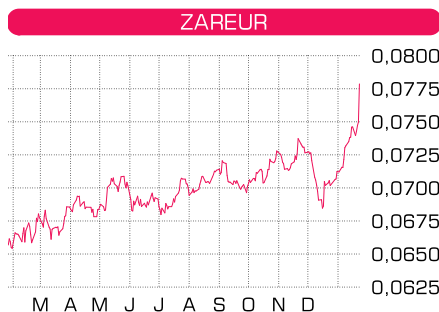
POUR L'HEURE, LA BCE N'EST PAS HABILITÉE À ACHETER DES TITRES GRECS

teront des titres souverains et industriels et supporteront 80% des risques y afférents. En clair, les pays membres assumeront les risques et supporteront les 20% de la BCE à concurrence de leur part dans son capital. Il n'est donc pas question de mutualiser ce risque. Ce qui, à la longue, perturbera le marché.

Ce plan tente de satisfaire au mieux les pays en difficulté ainsi que l'Allemagne. Mais ce faisant, il mine l'euro et réanime la guerre des devises. Comme indiqué ci-avant, le gros de l'argent servira à financer des opérations spéculatives. Ces dernières ne seront pas confinées à la zone euro. Au vu de la modicité des taux d'intérêt, il va de soi que les opérations privilégiées auront un caractère de *carry trade*. Les pays à haut rendement en feront de nouveau les frais. Il est peu probable qu'ils resteront les bras croisés devant la déferlante de capitaux qui les submergera. Et vu que les taux d'intérêt sont à leur plus bas niveau historique, il y a fort à parier que ces



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



► Cours: 0,08 EUR
 ► Ticker: -
 ► Code ISIN: -



NOUVELLE ÉMISSION (MARCHÉ PRIMAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**	
AUD	African development bank	2020	2,75%	100,00%	2,77%	03-02	1000	SY	A	A	AU3CB0227064	acceptable	-
AUD	Societe generale	2035	0,00%	100,00%	4,92%	29-01	1000000	LU	A	A	XS1101912605	durée !	-
AUD	Societe generale	2045	0,00%	100,00%	5,00%	29-01	1000000	LU	A	A	XS1101915533	durée !	-
CHF	Basel landschaft kanton	2026	0,13%	100,33%	0,10%	12-02	5000	EB	A	A	CH0267855986	durée !	-
CHF	Basel landschaft kanton	2036	0,63%	100,38%	0,61%	12-02	5000	EB	A	A	CH0267855994	durée !	-
EUR	Credit suisse london	2035	1,66%	100,00%	1,66%	02-02	100000	LO	A	B	XS1139708983	coupure !	-
EUR	Eden springs	2019	8,00%	97,41%	8,93%	29-01	100000	LU	C	B	XS1173620607	débiteur !	1
EUR	Enagas financiaciones	2025	1,25%	99,08%	1,35%	06-02	100000	LU	B	B	XS1177459531	coupure !	2
EUR	Ziggo bond	2025	3,75%	100,00%	3,79%	04-02	100000	DU	C	B	XS1175813655	débiteur !	-
IDR	Inter-american development bank	2019	7,00%	101,40%	6,59%	04-02	10000000	LO	A	C	XS1172975515	coupure !	3
INR	Berd	2017	5,10%	100,00%	5,10%	02-02	100000	LO	A	C	XS1172671130	coupure !	-
USD	Dexia credit local	2020	1,88%	99,64%	1,96%	29-01	250000	LU	B	C	US25215DAP42	coupure !	4
USD	Kommuninvest i sverige	2018	1,00%	99,83%	1,06%	29-01	100000	LU	A	C	XS1173233237	coupure !	5
USD	Nordrhein-westfalen	2019	1,38%	99,83%	1,42%	30-01	100000	LU	A	C	XS1175930020	coupure !	-

PROBLÈMES EXISTANTS (SOLUTIONS DE RECHANGE SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE)

Dev.	Émetteur	Matu- rité	Coupon	Prix	Rend.	Date de paiement	Dénomi- nation	Bourse	Eval.*	Code ISIN	Conseils	Alt.**	
EUR	Gaz capital	2025	4,36%	86,82%	6,21%	21-03	100000	LU	B	B	XS0906949523	Fortis	2
EUR	Gazprombank	2019	4,00%	78,45%	10,27%	01-07	100000	DU	B	B	XS1084024584	ING	1
IDR	Inter-american development bank	2018	7,35%	101,14%	7,10%	12-03	10000000	LO	A	C	XS1106486936	KBC	3
USD	Gaz capital	2020	3,85%	84,82%	7,66%	06-02	200000	LU	B	C	XS0885733153	Belfius	4
USD	Kommunalbanken	2018	1,13%	99,82%	1,18%	23-05	2000	LU	A	C	XS0934609875	ING	5

TAUX OBLIGATAIRES

	Niveau	-1 sem.	-1 an	B 12 m.	H 12 m.
Eonia	-0,02%	-0,08%	0,19%	-0,09%	0,69%
Euribor (360 dagen) Euro 3m	0,05%	0,06%	0,30%	0,05%	0,35%
Euribor (360 dagen) Euro 6m	0,14%	0,15%	0,40%	0,14%	0,44%
Euribor (360 dagen) Euro 12m	0,28%	0,30%	0,57%	0,28%	0,62%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,03%	0,04%	0,33%	0,03%	0,44%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,20%	0,21%	1,10%	0,20%	1,10%
Rendement des Obligations int. AAA EUR	0,64%	0,68%	2,14%	0,64%	2,14%
Rendement des Obligations int. AAA USD	0,71%	0,68%	0,69%	0,59%	0,84%
Rendement des Obligations int. AAA USD	1,49%	1,43%	1,82%	1,43%	1,93%
Rendement des Obligations int. AAA USD	2,16%	2,16%	3,18%	2,16%	3,19%
EUR/USD	1,12%	1,16%	1,37%	1,12%	1,40%

jour 25/01/2015

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

VARIATIONS DE CHANGE

	Cours*	% 2 ans	% 10 ans
AUD	1,4169	-9,84%	-16,59%
CAD	1,3937	-7,95%	-12,86%
CHF	0,9816	-19,91%	-36,51%
DKK	7,4430	-0,26%	0,01%
GBP	0,7473	-9,87%	7,43%
JPY	132,1200	-5,75%	-2,02%
NOK	8,7055	3,74%	6,08%
NZD	1,5032	-9,22%	-17,92%
SEK	9,3327	5,82%	2,90%
USD	1,1198	-18,19%	-14,03%
ZAR	12,8430	-15,61%	66,11%

(*) 1EUR =

pays prendront des mesures peu orthodoxes. Dans cette éventualité, il n'est pas certain que la baisse de l'euro sévira longtemps, ni qu'elle permettra de revigorer les secteurs européens à l'exportation.

Il y a aussi le résultat des élections grecques qui pourrait bouleverser ce bel édifice. D'autant plus que, pour l'heure, la BCE n'est pas habilitée à acheter des titres grecs. Elle ne pourra pas maintenir une telle discrimination indéfiniment si elle souhaite conserver la zone euro dans son ensemble. Sans quoi, ce plan sera le premier pas vers la dislocation de la zone et la disparition de l'euro.

Rouble: +4,8%

L'euro a déjà perdu pas mal de terrain depuis sur le marché des changes. Le dollar américain (USD) a bondi de 3,5% en avant, la livre sterling (GBP) de 2,2%, autant que le yen japonais (JPY). Le CHF s'est raffermi de 3,2% et a crevé sa parité avec l'euro. Parmi les devises exotiques, le real brésilien

(BRL) et le rand sud-africain (ZAR) ont subi la première invasion de capitaux extérieurs. Ils se sont raffermis respectivement de 4,8 et 4,4%. Le rouble russe (RUB) a profité du redressement du prix du baril de pétrole consécutif au décès du roi d'Arabie. Il a progressé de 4,8%.

Marché obligataire en fête

Les souveraines européennes ont excellé en EUR, affichant des profits substantiels. Les titres espagnols et italiens ont gagné sans encombre 9% la semaine dernière. Les emprunts belges ont progressé de plus de 3,5%. Les titres bancaires, en revanche, ont cédé du terrain, surtout ceux dont les affaires sont liées au CHF, comme l'autrichienne Raiffeisen Bank International dont les obligations ont accusé plus de 10% de perte. L'ambiance était moins enthousiaste en USD. Seuls les titres pourris et ceux des pays émergents ont légèrement progressé. Ceux du secteur pétrolier, par contre, ont chuté.

Volkswagen

L'activité sur le marché primaire était moins soutenue qu'auparavant. Les banques continuent de submerger le marché avec leurs nouvelles émissions. Notons l'apparition de plus en plus fréquente d'emprunts à long terme, parfois assortis d'un coupon nul. En EUR, le producteur suisse de boissons solubles **Eden Springs** (sans notation) fait ses débuts sur le marché. Son émission à quatre ans rapporte 8,7% de plus que la moyenne du marché, la classant d'office parmi les titres extrêmement pourris. L'obligation porte des coupons semestriels et est remboursable anticipativement dès 2016 à 104%. Sur le marché gris, le titre s'échange sous son prix d'introduction ! On trouve cependant mieux auprès d'émetteurs russes que nous estimons plus fiables (alt. 1). L'émission de **Volkswagen** (A-) en dollar néo-zélandais (NZD) est correcte aux conditions actuelles du marché. Le titre s'échange déjà au-dessus de son prix d'émission sur le marché gris. ■

Check-list Belgique

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 : conserver
3 : vendre

A : risque faible
B : risque moyen
C : risque élevé

* nouveau conseil

	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e13	P/e14	P/e15	Rend.	Rating	Conseils
Ablynx	10,00	EUR	BRU	10,18	7,07	-33,3	-166,7	0,0	1C	Digne d'achat	
Accentis	0,01	EUR	BRU	0,02	0,01	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif	
Ackermans & Van Haaren	106,30	EUR	BRU	107,90	78,03	15,9	14,9	1,2	2A	Conserver	
Aedifica	59,55	EUR	BRU	60,19	48,80	26,7	23,5	2,8	2A	Conserver/attendre	
Ageas	30,55	EUR	BRU	33,45	23,71	14,1	9,6	3,5	2B	Conserver/attendre	
Agfa-gevaert	2,07	EUR	BRU	2,83	1,68	5,6	4,9	0,0	1C	Digne d'achat	
Anheuser-bush Inbev	107,10	EUR	BRU	109,50	69,14	24,4	22,0	1,8	2A	Conserver/attendre	
Ascencio Demat	59,97	EUR	BRU	62,21	48,80	16,9	16,2	4,0	2A	Conserver	
Atenor Group	41,16	EUR	BRU	41,28	34,10	15,6	9,6	3,9	2B	Conserver/attendre	
Banimmo A	8,09	EUR	BRU	9,15	6,50	14,2	28,9	0,0	1B	Digne d'achat	
Barco	55,55	EUR	BRU	59,59	50,60	18,7	19,1	2,0	1B	Digne d'achat	
Befimmo-sicafi	66,65	EUR	BRU	66,95	50,08	16,9	17,0	4,0	2A	Conserver	
Bekaert	26,71	EUR	BRU	30,20	21,90	15,8	12,9	2,5	2B	Conserver/attendre	
Belgacom	32,77	EUR	BRU	32,91	20,68	17,2	19,3	3,5	2A	Conserver/attendre	
Beluga	1,57	EUR	BRU	2,50	1,47	-	-	3,5	3B	Vendre	
bpost	22,93	EUR	BRU	23,50	14,19	15,1	14,9	0,0	1A	Digne d'achat	
Bque Nat Belgique	3.480,10	EUR	BRU	3.590,00	3.010,00	-	-	3,6	1A	Digne d'achat	
Brederode	30,03	EUR	BRU	30,09	27,26	-	-	1,6	2B	Conserver/attendre	
Campine	11,50	EUR	BRU	13,97	10,00	-	-	0,0	2C	Conserver	
Cardio3 Biosciences	38,94	EUR	BRU	49,85	28,01	-16,8	-12,3	0,0	3C	Vendre	
Cfe	86,23	EUR	BRU	89,94	63,51	16,1	14,1	1,0	2B	Conserver	
Cie Bois Sauvage	208,70	EUR	BRU	235,85	190,00	-	-	2,4	2A	Conserver/attendre	
Cmb	13,53	EUR	BRU	22,79	13,17	29,4	-13,4	0,4	1B	Digne d'achat	
Co.br.ha.	2.190,00	EUR	EAX	2.235,00	1.740,01	-	-	0,7	2A	Conserver/attendre	
Cofinimmo-sicafi	106,90	EUR	BRU	107,05	83,10	15,8	16,3	4,3	2A	Conserver/attendre	
Colruyt	42,36	EUR	BRU	42,49	32,12	18,1	17,6	1,8	2A	Conserver/attendre	
Connect Group	1,47	EUR	BRU	2,04	1,36	-	-	0,0	3B	Vendre	
Deceuninck	1,77	EUR	BRU	2,64	1,69	35,4	19,7	0,9	1B	*Digne d'achat	
Delhaize Group	68,91	EUR	BRU	69,42	45,02	17,5	15,2	1,7	1B	Digne d'achat	
Dexia	0,03	EUR	BRU	0,05	0,02	-1,3	-1,3	0,0	3C	Vendre	
D'leteren	30,17	EUR	BRU	37,76	27,16	15,0	12,8	2,2	2B	Conserver/attendre	
Eckert-Ziegler	1,38	EUR	BRU	2,30	1,34	-	-	0,0	3C	Vendre	
Econocom Group	6,16	EUR	BRU	9,15	4,83	13,1	11,4	1,7	3B	Vendre	
Elia	38,38	EUR	BRU	41,23	33,53	14,8	17,3	3,1	1A	Digne d'achat	
Euronav	10,88	EUR	BRU	11,83	7,08	-60,4	12,4	0,0	1C	Digne d'achat	
Evs Broadcast Equipment	29,20	EUR	BRU	47,97	23,52	12,8	18,0	5,2	1B	Digne d'achat	
Exmar	8,75	EUR	BRU	12,70	8,30	10,1	9,3	4,4	2B	Conserver/attendre	
Fagron	35,40	EUR	BRU	44,98	25,68	18,2	15,0	1,5	1B	Digne d'achat	
Floridienne	75,50	EUR	BRU	91,00	65,00	77,8	14,4	0,0	3B	Vendre	
Fluxys Belgium	26,20	EUR	BRU	30,80	24,50	32,7	43,7	3,8	2A	Conserver/attendre	
Fountain	1,86	EUR	BRU	3,35	1,69	-	-	0,0	1C	Digne d'achat spéculatif	
Galapagos	17,35	EUR	AMS	18,42	10,00	-29,4	7,9	0,0	2C	Conserver/attendre	
Gbl	73,77	EUR	BRU	78,32	64,10	23,4	18,7	2,9	2A	Conserver	
Gimv	39,82	EUR	BRU	39,99	34,16	65,3	-	5,0	2A	Conserver	
Global Graphics	1,86	EUR	BRU	2,02	1,35	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif	
Greenyard Foods	12,40	EUR	BRU	13,15	10,38	23,8	22,1	0,0	1B	Digne d'achat	
Hamon	9,84	EUR	BRU	16,50	8,65	13,1	11,4	0,0	3C	Vendre	
Home Invest	89,00	EUR	BRU	91,63	74,00	34,1	28,8	3,0	2A	Conserver	
Iba	14,75	EUR	BRU	14,79	7,06	21,7	20,2	0,0	2C	Conserver/attendre	
Iep Invest	4,72	EUR	BRU	7,20	2,80	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre	
Immobel	45,75	EUR	BRU	45,99	37,12	7,1	15,5	2,6	1A	Digne d'achat	
Intervest Offices	23,30	EUR	BRU	23,99	19,71	14,8	14,2	4,7	2B	Conserver	
Jensen Group	17,79	EUR	BRU	17,99	13,41	11,4	11,5	1,2	2A	Conserver/attendre	
Kbc	48,41	EUR	BRU	49,98	36,53	13,2	10,4	0,0	2B	Conserver/attendre	
Kbc Ancora	26,86	EUR	BRU	29,44	19,50	15,5	-99,5	0,0	2B	Conserver/attendre	
Kinopolis Group	37,25	EUR	BRU	37,84	22,98	27,4	24,2	1,3	2A	Conserver/attendre	
Leasinvest (sicafi)	92,80	EUR	BRU	94,45	73,00	16,7	16,6	3,6	2A	Conserver	
Lotus Bakeries	1.024,00	EUR	BRU	1.044,00	735,02	22,9	21,1	0,8	2A	Conserver	
MdxHealth	4,18	EUR	BRU	5,29	2,81	-10,7	-16,1	0,0	1C	Digne d'achat	
Melexis	45,00	EUR	BRU	45,38	24,61	22,4	21,0	2,0	2B	Conserver	
Miko	73,00	EUR	BRU	73,00	64,00	-	-	1,2	2A	Conserver	
Mobistar	19,36	EUR	BRU	20,83	11,10	24,8	23,1	7,0	2B	Conserver	
Montea	36,50	EUR	BRU	37,40	28,96	19,0	16,7	4,3	2A	Conserver	
Moury Construct	122,98	EUR	BRU	123,97	95,51	-	-	2,6	1B	Digne d'achat	
Nyrstar	3,18	EUR	BRU	3,21	1,70	-9,1	26,5	0,0	2C	Conserver/attendre	
Ontex	23,63	EUR	BRU	23,95	17,23	23,2	14,7	0,0	1B	Digne d'achat	
Option	0,29	EUR	BRU	0,78	0,26	-2,6	-29,1	0,0	3C	Vendre	
Pairi Daiza	45,51	EUR	EAX	74,96	44,00	-	-	2,1	1B	Digne d'achat	
Picandl	29,20	EUR	BRU	30,07	23,30	9,6	9,7	0,0	1B	Digne d'achat	



	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e14	P/e15	Rend.	Rating	Conseils
Quest for Growth	8,53	EUR	BRU	9,01	6,75	-	-	13,9	2B	Conserver/attendre
Realdolmen	17,75	EUR	BRU	24,21	15,80	10,3	-	0,0	2B	Conserver
Recticel	5,25	EUR	BRU	7,98	4,80	-87,5	11,4	2,9	1C	Digne d'achat
Resilux	123,95	EUR	BRU	127,85	94,80	23,2	19,6	1,1	1A	Digne d'achat
Retail Estates	68,50	EUR	BRU	69,89	54,30	18,8	18,3	3,4	2A	Conserver
Rhj International	4,41	EUR	BRU	4,74	3,32	-17,6	-40,1	0,0	2B	Conserver
Rosier	195,00	EUR	BRU	209,99	181,32	-	-	0,0	2B	Conserver/attendre
Roularta	11,11	EUR	BRU	14,30	11,00	10,7	9,2	0,0	-	Pas de rating (éditeur IB)
Sapec	29,25	EUR	BRU	50,00	27,05	-	-	0,8	1C	Digne d'achat spéculatif
Serviceflats Cert	16,20	EUR	BRU	17,50	13,35	22,2	19,1	3,2	2A	Conserver
Sioen	12,59	EUR	BRU	12,70	8,42	14,5	13,7	2,2	2B	Conserver/attendre
Sipef	51,99	EUR	BRU	64,00	45,10	10,8	12,8	1,8	1B	Digne d'achat
Smartphoto Group	0,29	EUR	BRU	0,56	0,25	-	-	0,0	3B	Vendre
Sofina	91,40	EUR	BRU	91,98	78,16	-	-	1,8	2A	Conserver
Softimat	2,07	EUR	EAX	3,24	2,03	-	-	16,1	2A	Conserver
Solvac Nom	127,75	EUR	BRU	138,00	114,00	-	-	3,0	2A	Conserver/attendre
Solvay	115,70	EUR	BRU	129,15	100,15	18,1	14,8	2,1	1B	Digne d'achat
Telenet Group Holding	47,81	EUR	BRU	48,05	38,02	42,7	28,3	0,0	2B	Conserver/attendre
Ter Beke	63,45	EUR	BRU	64,39	55,10	13,4	11,4	3,0	2B	Conserver
Tessenderlo	22,40	EUR	BRU	22,40	16,92	20,6	18,7	0,0	1B	Digne d'achat
Texaf	31,60	EUR	BRU	42,70	28,00	19,8	21,1	0,9	1B	Digne d'achat
Thrombogenics	7,89	EUR	BRU	24,00	6,02	-6,2	-8,4	0,0	2C	Conserver/attendre
Tigenix Nv	0,63	EUR	BRU	0,99	0,48	-5,8	-7,0	0,0	3C	Vendre
Tubize (fin)	57,75	EUR	BRU	63,21	46,75	-	-	0,7	2A	Conserver/attendre
Ucb	69,99	EUR	BRU	75,62	50,11	39,1	30,6	1,1	2A	Conserver/attendre
Umicore	36,56	EUR	BRU	38,25	29,74	21,9	19,8	2,5	1B	Digne d'achat
Van De Velde	45,55	EUR	BRU	47,01	35,90	16,1	15,2	3,8	2A	Conserver
Vastned Retail Belgium	56,50	EUR	BRU	58,80	51,01	21,3	22,0	3,4	2A	Conserver
Vranken-Pommery	24,12	EUR	PAR	27,87	21,75	19,3	14,8	3,3	1B	Digne d'achat
Warehouses De Pauw	66,57	EUR	BRU	66,57	51,51	16,4	15,5	3,7	2A	Conserver
Warehouses Estates Belgium	63,56	EUR	BRU	67,79	52,00	-	-	3,9	2A	Conserver
Wereldhave B Sicafi	107,40	EUR	BRU	111,00	84,60	21,6	18,0	3,1	2A	Conserver
Zenitel	0,82	EUR	BRU	1,00	0,64	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Zetes Industries	26,23	EUR	BRU	26,54	18,01	22,6	16,7	1,7	2B	Conserver

Check-list Europe

	Cours	Devise	Marché	H12m	B12m	P/e14	P/e15	Rend.	Rating	Conseils
Adidas	60,54	EUR	XTR	93,13	52,94	19,5	17,7	2,6	1A	Digne d'achat
Aegon	6,25	EUR	AMS	6,84	5,69	11,2	8,3	3,5	2B	Conserver/attendre
Ahold	16,31	EUR	AMS	16,32	11,56	18,3	15,8	3,3	2A	Conserver
Air France - Klm	7,71	EUR	PAR	11,95	5,68	-5,2	9,3	0,0	2B	Conserver/attendre
Aker Asa Group	164,50	NOK	OSL	245,50	136,00	3,8	2,6	8,1	1A	Digne d'achat
Alcatel - Lucent	3,12	EUR	PAR	3,45	1,78	52,0	20,8	0,0	2B	Conserver/attendre
Alstom	28,71	EUR	PAR	30,95	18,69	22,8	25,2	0,0	2B	Conserver/attendre
Anglo American Plc	1.103,50	PNC	LON	1.678,50	923,00	1.051,0	1.149,5	4,5	2B	Conserver/attendre
Anglo Eastern Plantations	590,00	PNC	LON	725,00	539,00	776,3	702,4	0,5	1A	Digne d'achat
ArcelorMittal	8,30	EUR	AMS	12,97	7,75	31,9	11,1	1,5	1B	Digne d'achat
Areva	9,90	EUR	PAR	22,24	8,64	-10,0	-110,0	0,0	1B	Digne d'achat
Asian Bamboo Ag	0,88	EUR	XTR	2,00	0,59	-	-	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
Asian Citrus	8,00	PNC	LON	17,25	6,00	-	-	0,0	1C	Digne d'achat
ASML	94,43	EUR	AMS	95,81	57,51	26,0	20,6	0,7	2B	Conserver/attendre
Axa	20,70	EUR	PAR	20,93	16,43	9,9	9,4	3,9	3B	Vendre
BASF	76,83	EUR	XTR	88,28	64,27	14,1	13,6	3,6	2A	Conserver/attendre
Bayer	127,00	EUR	MAD	125,00	90,10	21,1	18,5	1,7	2A	Conserver/attendre
Beiersdorf	78,16	EUR	FRA	77,10	60,86	31,0	28,5	0,9	1A	Digne d'achat
BHP Billiton	1.425,00	PNC	LON	2.102,53	1.250,16	1.344,3	1.383,5	5,5	2B	Conserver/attendre
Black Earth Farming Ltd	3,07	SEK	STO	6,90	2,65	-5,9	11,0	0,0	2C	Conserver à titre spéculatif
BMW	102,80	EUR	XTR	98,53	74,74	11,4	10,8	2,6	2A	Conserver/attendre
BNP Paribas	49,00	EUR	PAR	61,82	43,14	9,6	9,2	3,0	2B	*Conserver/attendre
Bolloré	3,83	EUR	PAR	4,89	3,31	34,9	29,5	0,8	1B	Digne d'achat
Boskalis	42,48	EUR	AMS	47,17	33,70	11,8	12,9	3,0	2A	Conserver/attendre
BP	432,40	PNC	LON	526,80	242,10	1.029,5	1.351,2	6,2	1C	Digne d'achat
Carrefour	28,50	EUR	PAR	29,57	21,42	18,6	16,2	2,2	2B	Conserver/attendre
Casino	81,37	EUR	PAR	97,53	70,02	18,4	15,9	4,0	1A	Digne d'achat
CFAO	29,40	EUR	PAR	34,80	28,20	-	-	2,5	1B	Digne d'achat
CGG	4,73	EUR	PAR	12,82	4,25	-5,6	-16,9	0,0	1B	Digne d'achat
Colexon Energy	1,62	EUR	FRA	1,64	1,09	-80,9	32,4	0,0	1B	Digne d'achat
Compagnie des Alpes	15,44	EUR	PAR	16,87	14,28	13,4	12,2	2,3	1B	Digne d'achat
Danone	60,00	EUR	PAR	60,24	48,33	22,7	20,5	2,5	2A	Conserver/attendre
Delta Lloyd Groupe	17,01	EUR	AMS	21,20	16,42	7,7	6,9	5,7	2B	Conserver/attendre
Doro Ab	43,20	SEK	STO	55,00	25,10	12,8	9,1	3,4	1B	Digne d'achat
DSM	45,00	EUR	AMS	54,00	42,40	17,0	15,4	3,8	1A	Digne d'achat
E.ON	13,60	EUR	XTR	15,46	12,23	14,9	15,1	4,7	2B	Conserver
Edf	23,71	EUR	PAR	29,90	20,90	11,1	11,7	5,4	2A	Conserver
Electrolux	220,40	SEK	STO	232,90	133,20	20,6	16,3	3,0	2B	Conserver/attendre



Cours Devise Marché H12m B12m P/e14 P/e15 Rend. Rating Conseils

Essilor	99,34	EUR	PAR	99,40	70,51	31,8	28,5	1,0	2A	Conserver/attendre
Financière de l'Odet	875,25	EUR	PAR	1.083,00	765,10	-	-	0,1	2A	Conserver
Fonc. Fin. Part. (FFP)	54,00	EUR	PAR	54,90	42,21	-	-	2,2	3B	Vendre
Fred Olsen Energy	67,90	NOK	OSL	240,00	51,35	6,4	3,8	29,1	1B	Digne d'achat
Fresenius SE	49,26	EUR	XTR	49,44	34,52	24,3	20,6	0,9	1A	Digne d'achat
Fugro	17,02	EUR	AMS	48,76	8,67	28,8	17,7	9,2	2A	Conserver/attendre
Gamesa	8,30	EUR	MAD	9,92	6,44	23,1	15,1	0,0	2B	Conserver/attendre
Gdf Suez	19,50	EUR	PAR	21,19	16,02	15,7	14,7	6,1	2A	Conserver
GlaxosmithKline	1.500,00	PNC	LON	1.709,00	1.200,67	1.630,4	1.630,4	5,4	1A	Digne d'achat
Glencore	3,35	EUR	XTR	4,78	3,06	16,8	15,2	4,3	2B	Conserver/attendre
HAL Trust	138,76	EUR	AMS	141,00	98,50	19,9	17,4	3,3	3A	Vendre
Heineken	65,16	EUR	AMS	65,31	44,13	21,6	19,6	1,4	1A	Digne d'achat
Henkel	99,90	EUR	XTR	97,63	72,16	23,2	21,3	1,2	2A	Conserver/attendre
Imtech	3,90	EUR	AMS	126,50	2,95	-0,8	-11,8	0,0	2C	Conserver/attendre
Inditex	26,60	EUR	MAD	117,85	19,29	33,2	29,2	1,6	2B	Conserver/attendre
Ing Groep	11,38	EUR	AMS	11,95	9,34	11,6	9,8	0,0	2B	Conserver/attendre
Julius Baer	37,30	CHF	ZUR	46,56	33,77	13,9	11,8	1,6	1B	Digne d'achat
K + S Ag	27,10	EUR	XTR	27,25	19,12	14,3	14,4	0,9	2B	Conserver/attendre
KPN	2,77	EUR	AMS	2,81	2,13	138,2	46,1	0,8	2B	Conserver/attendre
Lafarge	61,74	EUR	PAR	67,94	48,51	31,7	21,1	1,6	1B	Digne d'achat
L'Oréal	155,65	EUR	PAR	155,80	114,55	29,3	26,1	1,8	2B	Conserver
LVMH	141,85	EUR	PAR	143,30	109,05	21,0	18,5	2,3	2A	Conserver/attendre
Lyxor Gold Bullion Securities	109,40	EUR	PAR	111,91	85,15	-	-	-	1B	*Digne d'achat
Marine Harvest	98,00	NOK	OSL	110,30	62,70	14,1	10,1	8,2	3B	Vendre
Maurel Et Prom	7,03	EUR	PAR	13,00	6,77	8,6	11,2	0,0	2B	Conserver
Medivir B	90,00	SEK	STO	151,00	85,50	2,3	8,0	0,0	2B	Conserver/attendre
Michelin	84,74	EUR	PAR	94,33	65,10	12,0	10,7	3,0	1B	Digne d'achat
Mp Evans Group Plc	404,50	PNC	LON	500,00	359,75	1.394,8	1.093,2	2,1	1B	Digne d'achat
Nestlé	68,40	CHF	ZUR	74,60	63,85	20,2	20,1	3,2	1A	Digne d'achat
Nokia Corporation	7,09	EUR	HEL	6,98	4,89	25,3	22,2	1,7	3B	Vendre
Novartis	85,50	CHF	ZUR	99,75	70,15	16,5	17,4	0,4	2A	Conserver
Nutreco	44,28	EUR	AMS	46,95	27,59	18,5	17,4	2,2	3A	Accepter l'offre
Oriflame Cosmetics	123,80	SEK	STO	196,80	102,70	12,1	11,4	1,9	1C	Digne d'achat spéculatif
Orpea	56,38	EUR	PAR	56,48	40,23	23,9	20,8	1,3	2A	Conserver/attendre
Pernod-Ricard	106,70	EUR	PAR	107,40	78,82	21,3	19,6	1,6	3A	Vendre
Peugeot Citroën	12,34	EUR	PAR	12,64	8,21	-112,1	14,7	0,0	2C	*Conserver/attendre
Philips	26,75	EUR	AMS	27,73	20,69	21,2	16,4	3,0	2A	Conserver/attendre
PNE Wind	2,38	EUR	FRA	3,18	2,10	-	19,8	6,7	1B	Digne d'achat
Polarcus Ltd	0,64	NOK	OSL	4,78	0,54	-2,5	-2,2	0,0	1C	Digne d'achat
Purecircle Ltd	460,00	PNC	LON	655,00	455,00	6.571,4	3.285,7	0,0	2B	Conserver/attendre
Renault	68,98	EUR	PAR	76,10	49,50	10,7	8,0	2,5	2B	Conserver/attendre
Rio Tinto Plc	2.883,00	PNC	LON	3.680,56	1.911,68	930,0	1.148,6	4,1	1B	Digne d'achat
Roche	249,00	CHF	ZUR	295,80	233,60	17,0	16,7	3,2	2A	Conserver/attendre
Royal Dutch Shell A	29,08	EUR	AMS	31,13	24,30	12,5	15,7	5,8	2B	Conserver/attendre
RWE	23,86	EUR	XTR	32,98	21,66	10,9	10,9	4,2	2B	Conserver/attendre
SABMiller Plc	3.436,50	PNC	LON	3.857,00	2.650,21	2.231,5	2.033,4	1,9	2A	Conserver/attendre
Sanofi	83,58	EUR	PAR	89,95	68,29	16,2	15,7	3,5	1A	Digne d'achat
SAP	57,49	EUR	XTR	61,63	50,08	16,2	15,1	1,8	3B	Vendre
Sbm Offshore	9,55	EUR	AMS	15,38	8,11	5,9	6,6	0,0	1C	Conserver/attendre
Seadrill	81,60	NOK	OSL	249,00	70,60	30,1	29,1	0,0	1A	Digne d'achat
Seb	59,00	EUR	PAR	68,99	56,85	15,8	13,9	2,3	1B	Digne d'achat
Siemens	101,00	EUR	XTR	100,65	80,17	14,1	13,6	3,3	2A	Conserver/attendre
Standard Chartered	951,10	PNC	LON	1.368,00	870,00	888,9	819,9	5,4	2B	Conserver/attendre
Statoil	137,50	NOK	OSL	199,90	118,20	10,3	16,2	5,2	1A	Digne d'achat
Suedzucker Ag	11,06	EUR	XTR	22,68	9,89	31,6	32,5	4,4	2B	Conserver/attendre
Suez Environnement	16,44	EUR	PAR	16,66	11,74	23,5	20,8	4,0	2A	Conserver/attendre
Swatch Group	366,00	CHF	ZUR	592,50	350,00	13,1	13,9	2,1	1A	Digne d'achat
Syngenta	287,20	CHF	ZUR	356,80	273,20	15,5	16,3	3,4	1A	Digne d'achat
Technip	51,43	EUR	PAR	83,47	44,91	11,7	9,0	3,6	1B	Digne d'achat
Telefonica	13,19	EUR	MAD	13,43	10,76	15,2	14,7	4,9	2B	Conserver/attendre
Telenor	170,40	NOK	OSL	168,50	123,90	20,7	16,1	4,2	2A	Conserver/attendre
TomTom	5,62	EUR	AMS	6,78	4,14	21,6	22,5	0,0	2C	Conserver/attendre
Total	45,95	EUR	PAR	54,71	38,25	10,2	13,6	5,4	1A	Digne d'achat
Unilever Nv	37,03	EUR	AMS	37,41	26,97	21,4	20,0	3,2	2A	Conserver/attendre
Velcan Energy	9,60	EUR	EAX	13,74	8,84	96,0	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund	2,48	USD	LON	2,73	1,35	-	-	0,0	1B	Digne d'achat
Vinci	49,29	EUR	PAR	57,36	39,65	13,7	13,5	3,6	1B	Digne d'achat
Vivendi	21,14	EUR	PAR	21,32	17,26	46,0	37,1	0,0	1B	Digne d'achat
Vodafone Group Plc	239,90	PNC	LON	267,00	108,30	3.998,3	3.998,3	4,9	2B	Conserver/attendre
Volkswagen VA	203,80	EUR	XTR	203,00	147,40	9,2	8,6	2,0	1A	Digne d'achat
Vopak	50,16	EUR	AMS	52,43	32,32	22,3	20,7	1,7	2B	Conserver/attendre
Yara International	405,20	NOK	OSL	401,70	236,70	14,1	12,4	2,5	3B	Vendre

Actions mondiales dans le numéro B

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



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

