

# Initié

## DE LA BOURSE

Visitez notre site web: [www.initiedelabourse.be](http://www.initiedelabourse.be)

## Pas un cru exceptionnel

### TUYAUX

**ABLYNX** (p. 4)  
Demeure digne d'achat

**EURONAV** (p. 6)  
Digne d'achat

### EN BREF

**PORTEFEUILLE & SÉLECTION** (p. 2-3)  
Pernod-Ricard,  
Yum! Brands,  
Indicateur de marchés,  
Intentions d'achat  
et de vente

**ACTIONS** (p. 4-7)  
Abylnx, Colruyt,  
Euronav,  
Hewlett-Packard

**OBLIGATIONS** (p. 8-9)  
Turbulence sur le marché  
des changes

**CHECKLIST A** (p. 10-12)

### Indicateur de marchés de l'Initié

Score : -6 =  
Modifications : voir  
pages 2-3  
Conclusion : alléger la  
couverture

Nous avons déjà précisé que les perspectives du secteur agricole étaient réjouissantes à long terme. Ce qui ne signifie pas pour autant que les actions agricoles constitueront chaque année à coup sûr un investissement extrêmement porteur, voire simplement bon. Cette année d'ailleurs, ce n'est absolument pas le cas. Les actions agricoles des groupes de plantations **Sipef, Socfinaf, Socfinasia, Anglo Eastern Plantations**, ou des spécialistes des engrais **K+S, Potash Corp, Mosaic**, ou encore de **Deere&Company** (machines agricoles) et **Syngenta** (spécialiste des moyens de protection des cultures et des semis) sont notamment loin d'avoir connu une brillante année. **Ces actions agricoles sont même restées en retrait par rapport à la hausse boursière de cette année.**

L'origine de cette moins bonne année est **le repli généralisé des prix des matières premières agricoles**. Dans le segment des céréales particulièrement, notons que le prix du maïs a reflué de plus de 40% depuis le début de l'année. Actuellement, il s'élève encore à 4,2 USD par boisseau (mesure britannique ; équivaut à 36,344 litres). C'est presque exactement la moitié du sommet de 8,3 USD de l'an dernier. Le même constat se vérifie mais dans une moindre mesure pour le blé : le prix actuel fluctue autour de 6,5 USD par boisseau, par rapport à un sommet de 9,5 USD en 2012. L'an dernier, les récoltes ont déçu aux États-Unis en raison de la sécheresse exceptionnelle, mais cette année, ces récoltes ont atteint **un record**. Selon le ministère américain de l'Agriculture (**USDA**), les récoltes de maïs seront supérieures de 30% cette année à celles de l'an dernier, à un record proche de 14 milliards de boisseaux. Ce, sur la base de 91% des récoltes totales atteintes à la mi-novembre. En conséquence, les stocks américains

sont au plus haut des cinq dernières années.

L'estimation est désormais qu'en raison de ces prix sensiblement plus faibles consécutifs aux récoltes record, le revenu moyen de l'agriculteur américain baissera de 12% par rapport à l'an dernier, et la crainte que ceci mène à une baisse des investissements dans les moyens de protection des plantes, semis, engrais, machines agricoles, etc., maintient les cours de la plupart des valeurs du secteur à un niveau faible. Evidemment, il ne s'agit là que d'une vision de court terme.

**Les perspectives à plus long terme sont toujours aussi favorables.** C'est d'ailleurs ce que confirme un nouveau rapport conjoint de l'OCDE et l'Organisation mondiale pour l'agriculture relatif à la période 2013-2022. Celui-ci révèle qu'actuellement, 12% de la population mondiale est sous-alimentée et que celle-ci connaît encore une croissance de 70 à 75 millions de personnes par an. En Chine particulièrement, la consommation alimentaire continuera d'augmenter plus rapidement que la production propre et donc, que les céréales, notamment, qui continueront d'être importées du reste du monde. Le rapport prévoit que les prix demeureront à un niveau moyen historiquement élevé et connaîtront encore régulièrement des sommets comme ceux de l'an dernier au cours de la décennie à venir.

**Les actions agricoles restées en retrait représentent donc une opportunité pour 2014.** Naturellement, nous ne pouvons pas exclure de nouvelles récoltes record l'an prochain. Mais si ce n'est pas le cas, il nous semble très probable que ces actions surperforment la moyenne du marché. **C'est la raison pour laquelle nous avons relevé temporairement, avec l'achat de Syngenta, la pondération du thème agricole à la limite maximale prévue de 20%.**

## Portefeuille de l'Initié

Nom	Devise	Code ISIN	Cours Achat	Qté	Cours	Valeur (EUR)	Pondération	Rating	Hist.
<b>THÈME: AGRICULTURE (21,29%)</b>									
CF INDUSTRIES	USD	US1252691001	176,02	35	USD 217,38	€ 5.589,82	4,90	3B	41A/13
DEERE & COMPANY	USD	US2441991054	83,60	75	USD 84,24	€ 4.641,83	4,07	1B	48A/13
NUTRECO	EUR	NL0010395208	36,34	125	EUR 35,33	€ 4.416,25	3,87	1B	45B/13
SYNGENTA	CHF	CH0011037469	355,00	15	CHF 356,00	€ 4.342,17	3,80	1B	47B/13
TESSENDERLO	EUR	BE0003555639	19,03	300	EUR 17,72	€ 5.316,00	4,66	1C	47A/13

<b>THÈME: CONSUMPTION CLASSE MOYENNE (37,73%)</b>									
ALSTOM	EUR	FR0010220475	25,36	175	EUR 27,02	€ 4.729,38	4,14	1C	47A/13
BOLLORE	EUR	FR0000039299	380,00	10	EUR 399,65	€ 3.996,50	3,50	1B	46AB/13
BOSKALIS WESTMINSTER	EUR	NL0000852580	29,80	150	EUR 36,70	€ 5.505,75	4,82	3B	47B/13
CASINO	EUR	FR0000125585	76,55	60	EUR 82,31	€ 4.938,60	4,33	2B	42B/13
MICHELIN	EUR	FR0000121261	77,60	60	EUR 79,95	€ 4.797,00	4,20	1C	45B/13
PERNOD-RICARD	EUR	FR0000120693	85,75	50	EUR 83,43	€ 4.171,50	3,65	1B	49A/13
STANDARD CHARTERED	PNC	GB0004082847	1.551,00	250	<b>PNC 1448,50</b>	€ 4.348,81	3,81	1B	48B/13
VOLKSWAGEN VA	EUR	DE0007664039	177,25	25	EUR 195,00	€ 4.875,00	4,27	1B	45A/13
YUM! BRANDS	USD	US9884981013	69,49	100	USD 77,68	€ 5.707,15	5,00	2B	49A/13

<b>THÈME: ÉNERGIE (13,08%)</b>									
AREVA	EUR	FR0011027143	13,29	300	EUR 19,00	€ 5.700,00	4,99	2C	44AB/13
FRED OLSEN ENERGY	NOK	NO0003089005	269,00	150	NOK 242,00	€ 4.362,98	3,82	1B	45A/13
SCHLUMBERGER	USD	AN8068571086	71,81	75	USD 88,42	€ 4.872,16	4,27	3B	43A/13

<b>THÈME: OR&amp;MÉTAUX (7,83%)</b>									
ANFIELD NICKEL CORPORATION	CAD	CA03463D1050	4,59	3.000	CAD 1,73	€ 3.605,67	3,16	1C	48A/13
LUMINA COPPER CORPORATION	CAD	CA55025N1042	6,51	1.500	CAD 5,12	€ 5.335,56	4,67	1C	45B/13

<b>THÈME: VIEILLISSEMENT (16,84%)</b>									
NOVO NORDISK	USD	US6701002056	174,79	35	USD 178,73	€ 4.595,95	4,03	1B	46AB/13
SANOFI	EUR	FR0000120578	75,45	60	EUR 77,84	€ 4.670,40	4,09	1B	42A/13
THROMBOGENICS	EUR	BE0003846632	10,43	250	EUR 17,69	€ 4.422,50	3,87	3C	46AB/13
TUBIZE (FIN)	EUR	BE0003823409	37,70	125	EUR 44,27	€ 5.533,75	4,85	1B	44AB/13

Total Portefeuille-return	Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%	Return depuis 2013
	110.474,72	96,77 %	3.686,56	3,23 %	114.161,28	100,0%	-15,56%

Comparaison des prestations	Depuis 2013 (01/01/13=100)	Depuis 2012 (01/01/12=100)	Depuis 2011 (01/01/11=100)	Depuis 2010 (01/01/10=100)	Depuis 2009 (01/01/09=100)
Inside Beleggen	<b>84,44</b>	<b>83,03</b>	<b>73,15</b>	<b>79,37</b>	<b>119,52</b>
BEL-20	<b>115,96</b>	<b>129,07</b>	<b>107,58</b>	<b>108,93</b>	<b>137,78</b>

**Ordres d'achat :** nous avons acheté 15 actions Syngenta à 355 CHF  
**Ordres de vente :** nous avons vendu 60 participations Lyxor Gold Bullion Securities à 88 EUR

Nous sommes parvenus à prendre en portefeuille **Syngenta**. La combinaison de la croissance de la population mondiale, de la stagnation des surfaces cultivables, du changement des habitudes alimentaires dans les pays émergents – avec un accent plus prononcé sur la viande et le poisson – ainsi que l'urbanisation croissante, sont autant d'arguments en faveur du groupe pour le long terme.

La semaine dernière, nous avons pu annoncer que notre ordre d'achat sur l'acteur mondial des spiritueux, **Pernod-Ricard**, avait été exécuté. Nous avons ramassé l'action à un niveau proche de son cours le plus bas des douze derniers mois. Mais depuis lors, le cours a connu un nouveau plus

bas, car son concurrent *Remy Cointreau* a lancé un solide avertissement sur bénéfice pour l'exercice en cours. Non seulement la demande reste faible en Europe, mais les activités en Chine, surtout, sont décevantes. Les campagnes de l'Etat pour éviter les fêtes et cadeaux extravagants ont pesé sur la demande des variétés coûteuses de cognac, principalement. Les importateurs ont ainsi dû faire face à un stock élevé d'invendus, ce qui n'a pas seulement impacté les volumes, mais aussi les marges. Entre notre ordre d'achat et l'achat effectif, Pernod-Ricard avait lui-même annoncé que la croissance du bénéfice ralentissait, la croissance de la Chine étant plate. Pour l'exercice 2013-2014 (clos le 30/6), le groupe table sur une aug-

mentation du cash-flow opérationnel (EBITDA) de 4 à 5%, le plus faible pourcentage depuis l'exercice 2009/2010. Les deux groupes ont cependant confirmé les perspectives encourageantes à long terme, l'argument de base étant qu'à mesure que le revenu s'accroît, la consommation de boissons alcoolisées (produits de luxe) augmente et cette croissance est la plus sensible parmi la classe intermédiaire émergente. **Nous maintenons dès lors la position dans le portefeuille (rating 1B).**

Le cours de **Yum! Brands** a pris de la hauteur peu après notre intégration en portefeuille. Yum! Brands est une entité scindée de *PepsiCo* et regroupe trois chaînes de restaurant dans le sec-

teur du fast food. Tout d'abord, la chaîne *Kentucky Fried Chicken (KFC)*, l'enseigne *Pizza Hut* et surtout la chaîne populaire aux Etats-Unis de *Taco Bell*. KFC est un récit de croissance spectaculaire en Chine, qui recensait l'an dernier 4260 restaurants, contre «seulement» 548 en 2001. Au total, le groupe a 6.000 points de vente dans 850 villes chinoises, et son objectif de long terme est d'ouvrir 20.000 restaurants. A présent, le groupe espère afficher en Inde la même croissance que celle de la Chine. Plusieurs recom-

mandations récentes de grandes maisons, qui ont heureusement eu lieu après la nôtre, ont soutenu le cours. Chaque fois, le constat est identique : les problèmes en Chine (notamment la grippe aviaire) sont temporaires et non structurels. **A 21 fois le bénéfice attendu pour 2014 et 11 fois le rapport valeur d'entreprise (EV)/cash-flow opérationnel (EBITDA) pour 2014, Yum! Brands n'est plus bon marché à court terme. C'est pourquoi nous abaissons (temporairement ?) notre conseil à «achat sur repli» (rating 2B).**

## Indicateur de marchés de l'Initié

Indicateur	Score	Évolution
Spread Allemagne-Espagne	+	=
Optimistes/pessimistes boursiers	—	=
En hausse/en baisse	-	=
Volumes hausses/baisses	—	=
Indice VIX	-	=
Rapport moyennes	-	=
MACD	-	=
Indice IBEX	+	=
Dow Jones/Nasdaq	+	=
Action Apple	o	=

## Intentions d'achat et de vente

### Thème Consommation de la classe moyenne des pays émergents

- Alstom**: résultats semestriels accueillis favorablement
- Bolloré**: creux lié au trading update digéré; Vincent Bolloré de plus en plus à l'avant-plan chez Vivendi
- Boskalis**: crée joint-venture pour l'installation de câbles *offshore* avec VolkerWessels
- Casino**: le groupe de distribution français est parvenu à convaincre les marchés avec son chiffre d'affaires pour le 3<sup>e</sup> trimestre
- Michelin**: euro vigoureux affecte les résultats
- Pernod-Ricard**: avertissement sur bénéfice de son concurrent Remy Cointreau a pesé sur le cours (lire par ailleurs)
- Standard Chartered**: déclaration intermédiaire le 3/12
- Volkswagen pref.**: l'amélioration de la rentabilité a soutenu le cours en réaction aux résultats du 3<sup>e</sup> trimestre
- Yum! Brands**: conseils d'achat par plusieurs maisons de Bourse ont porté

le cours à un nouveau sommet (abaissement de conseil).

### Thème Energies alternatives

- Areva**: inversedement de tendance du prix de l'uranium; consensus des analystes fait état d'une hausse de cours de 20 à 25% en 2014
- Fred Olsen Energy**: report du lancement de Bolette Dolphin est digéré plus difficilement que prévu
- Schlumberger**: chiffres à nouveau supérieurs aux attentes

### Thème Or & métaux

- Anfield Nickel**: négociations sur la vente du projet Mayaniquel toujours en cours (lire par ailleurs)
- Lumina Copper**: négociations liées au projet Taca Taca bientôt reprises

### Thème Agriculture

- CF Industries**: a vendu une partie de l'activité Phosphates à Mosaic
- Deere&Company**: chiffres supérieurs aux prévisions pour le 4<sup>e</sup> tri-

mestre; perspectives supérieures aux estimations

- Nutreco**: nouveau-venu ; nous misons sur la croissance de l'aquaculture
- Tessenderlo**: avons exploité cours historiquement faible pour renforcer position

### Thème Vieillesse de la population

- Novo Nordisk**: nouveau-venu; nous misons sur une pandémie du diabète
- Sanofi**: données positives liées à l'étude de phase III pour sarilumab, médicament potentiel contre les rhumatismes
- ThromboGenics**: partenaire Alcon/Novartis a démarré les ventes au Canada; le fondateur Desiré Collen a remporté le Scrip Lifetime Achievement Award
- Tubize (fin)**: UCB n'est pas en vente selon le porte-parole de l'actionnaire de référence Tubize à la demande de Bloomberg; cours d'UCB pas encore assez haut ?

### SÉLECTION DE NOS ACTIONS FAVORITES HORS PORTEFEUILLE

Nom	Rating	Commentaire
Anglo Eastern Plantations	1B	Groupe de plantation actif dans l'huile de palme; ambitions de croissance sous-estimées
CFAO	1C	Profiter du potentiel de croissance de l'Afrique
Elia	1B	La valeur défensive par excellence; protection contre hausse des taux belges à LT
Evs Broadcast Equipment	1B	Très rentable; technologie supérieure
Julius Baer	1B	Forte croissance dans la gestion de patrimoine
Pairi Daiza	1B	parc animalier innovant; des résultats excellents
Picanol	1C	Magnifique turnaround; position de cash de plus de 8 EUR par action
Recticel	1C	Possibilités de redressement en 2014
Reslux	1B	La valorisation n'induit pas les perspectives de croissance
Royal Dutch Shell A	1B	Major pétrolière bon marché comparé à ses concurrents
Texaf	1C	Smallcap active au Congo; largement sous-évalué
Velcan Energy	1C	Acteur de niche dans l'hydroélectricité; valorisation à peine supérieure à sa trésorerie

# Actions belges

1C

7,33 EUR  
DIGNE D'ACHAT

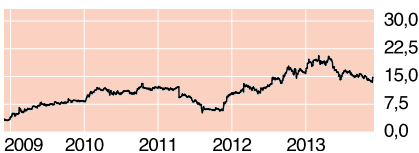
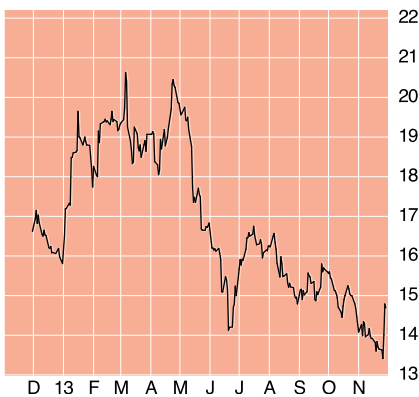
**ABLYNX**

Un pipeline bien garni

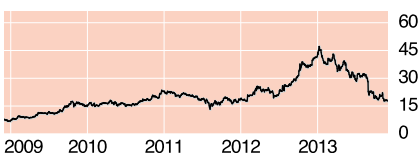
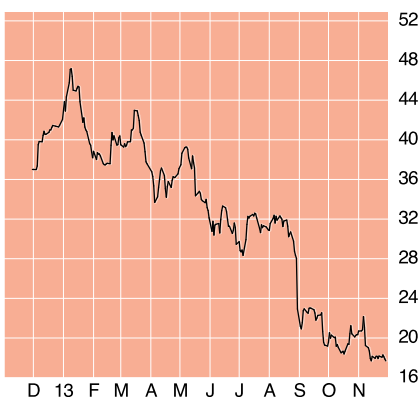
Ablynx



Galapagos



Thrombogenics



www.initiedelabourse.be

Nous avons rencontré personnellement le CEO du groupe *Edwin Moses*. Au cours des douze derniers mois, son entreprise a fait l'objet d'une importante transformation. D'abord, son actionnariat a fondamentalement changé. Les actionnaires de la première heure – *GIMV*, *Sofinnova* et *Alta Partners* – sont complètement sortis du capital, portant le flottant (le nombre d'actions librement négociables en Bourse) de 50% à 77%. Pour ces investisseurs en capital-risque, le fait de libérer des fonds pour de nouveaux investissements en vendant les positions détenues n'est pas un signe de méfiance, mais simplement une composante essentielle de leur modèle d'affaires. Edwin Moses est heureux d'avoir pu boucler une opération d'une telle ampleur (17 millions de titres ou 38% des titres en circulation fin 2012 ont été vendus !) en l'espace d'une seule année et de pouvoir désormais se concentrer, aux côtés du nouveau conseil d'administration, sur le long terme. Entretemps, le nouvel investisseur américain de long terme *Biotech Value Fund* détient 5,23% des actions, tandis qu'*Abingworth*, lui aussi investisseur de la première heure, détient toujours 10% du capital, mais n'a aucune intention de vendre. Ce réaménagement de l'actionnariat a été rendu possible par l'actualité largement positive publiée en 2013. La transaction la plus notable est celle avec *AbbVie* portant sur le développement ultérieur d'ALX-0061 pour les maladies infectieuses. Avec le paiement intermédiaire de 175 millions USD, Ablynx réalisera trois études au cours des cinq prochaines années : une étude de phase I avec des résultats publiés au 2<sup>e</sup> semestre 2014, et deux études de phase II – pour l'arthrite rhumatoïde (AR) et le Lupus-, qui démarreront toutes les deux en 2015. En cas de succès des études de phase II, *AbbVie* assurera la suite du développement et de la commercialisation. Au total, Ablynx peut encore percevoir 665 millions USD de paiements d'étape et au moins 10% de royalties sur les ventes nettes. Le CEO prévoit, indépendamment des résultats des

études, des ventes maximales totales allant jusqu'à 2,5 milliards USD pour l'AR et le Lupus. Parallèlement, le recrutement des patients pour l'étude de phase II du nanocorps anti-vWF caplacizumab – pour le traitement du TTP, une maladie rare du sang – est plus rapide depuis que les critères d'admission ont été assouplis. On ne sait toujours pas si l'objectif de 110 patients sera atteint mais Ablynx finalisera quoi qu'il en soit l'étude en 2014 et annoncera les résultats dans la foulée. L'an prochain, Ablynx pourrait donc délivrer sa 3<sup>e</sup> étude de phase II positive «*proof of concept (POC)*» Avec le nanobody ALX-0171 anti-RSV (infection pulmonaire), le groupe espère du reste démarrer une étude de phase II sur les enfants de manière autonome au 2<sup>e</sup> semestre 2014, dont les résultats, publiés en 2015, pourraient être synonymes d'un 4<sup>e</sup> POC. La nouvelle expansion de la collaboration avec *Merck Serono* pourrait donner naissance, dans quatre à six ans, à quatre nouveaux nanocorps en phase clinique et produire au total 100 millions EUR. Sur la base des collaborations actuelles, Ablynx prévoit que le nombre de nanocorps en partenariat dans des études cliniques augmentera de trois actuellement à sept fin 2014 (en plus de cinq en gestion propre) et même douze fin 2015. Ablynx espère en outre pouvoir donner ozoralizumab – molécule contre les infections pulmonaires restituée par *Pfizer* en 2011 – en licence à un partenaire dans les marchés émergents.

*Aprésent que les investisseurs de la première heure sont partis, l'attention peut se recentrer sur le pipeline, qui se garnit de manière impressionnante. Avec une position de trésorerie attendue de 170 millions EUR (3,5 EUR par action) d'ici à la fin 2014, le groupe ne devrait pas procéder à une augmentation de capital. Nous prévoyons que l'actualité positive l'an prochain continuera d'attirer de nouveaux investisseurs. Nous réitérons donc plus fermement encore notre conseil d'achat pour les investisseurs en biotech conscients des risques (rating 1C).*

# Actions belges

3B

40,58 EUR  
CONSERVER

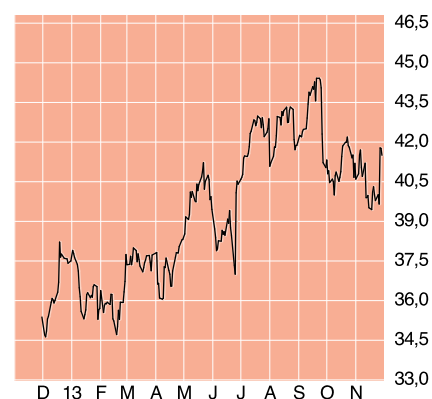
**COLRUYT**

Pas de croissance du bénéfice cette année

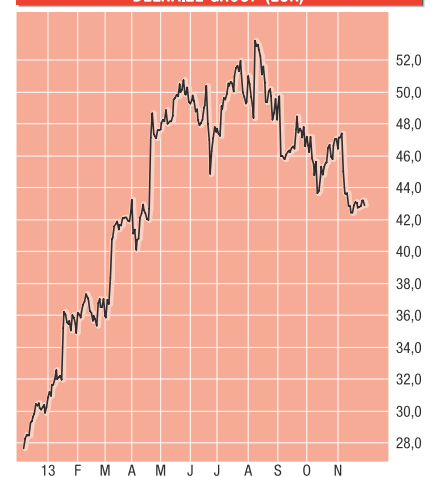
Au 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2013-2014 (qui s'étend du 1<sup>er</sup> avril au 31 mars), le Roi Colruyt a démontré une fois de plus qui tenait le sceptre dans le secteur de la distribution. Alors que Delhaize, par exemple, a dû tolérer une baisse des prix et des marges pour défendre sa part de marché, Colruyt est parvenu à accroître son chiffre d'affaires (CA) sans toucher à sa marge... En comparaison avec la même période l'an dernier, sa marge a progressé de 30 points de base au niveau du bénéfice opérationnel, à 6%. La base de comparaison est à son avantage car à la même période l'an dernier, Colruyt n'était pas parvenu à répercuter les prix d'achat plus élevés aux clients. Ce problème s'est d'ailleurs encore posé, puisque depuis août, selon la direction, Colruyt ne parvient à répercuter l'inflation alimentaire qu'a posteriori. La probabilité est dès lors réduite que la société ait à nouveau une marge aussi confortable. Malgré l'évolution largement positive au 1<sup>er</sup> semestre (hausse du bénéfice opérationnel de 10,4%), la direction s'en tient dès lors aux précédentes estimations (bénéfice annuel globalement identique à celui de l'an dernier), malgré le fait que le résultat ait été affecté l'an dernier par une dépréciation de valeur de 15 millions EUR sur la chaîne IKI dans les Etats baltiques. La croissance du CA devrait se situer dans le bas de la fourchette de 4% à 6%. Les investisseurs n'ont pas été outre mesure effrayés par cet avertissement pour le 2<sup>e</sup> semestre, Colruyt ayant l'habitude de faire preuve d'une grande prudence dans ses prévisions. Mais les conditions de marché demeurent difficiles. L'arrivée d'Albert Heijn (Ahold) et de Lidl, dont la politique est agressive, ont déclenché une guerre des prix qui fait toujours rage, le consommateur étant toujours particulièrement économe. DATS, sa propre chaîne de stations essence, le ressent également. La croissance de ses volumes de 6,5% s'est en effet traduite par une augmentation de son CA de seulement 2,7%. Colruyt évoque un schéma de

consommation structurellement neuf, caractérisé par la quête d'un mix produits meilleur marché. La société réagit à cet état de fait en proposant davantage encore de promotions et de réductions et en lançant la marque Boni, qui regroupe cinquante marques maison. Le client peut donc faire son choix parmi trois catégories de marques : les marques nationales, la marque maison Boni et les produits Everyday Selection, la marque discount du groupe. Cette stratégie a immédiatement fait mouche. La part de marché des magasins Colruyt a encore augmenté de 25 points de base, à 26,1%, ce qui s'est traduit par une augmentation du CA de 4%, grâce à la hausse du nombre de clients et à l'augmentation de la fréquence de visites. Ce contexte économique particulier est idéal pour Colruyt, qui applique la stratégie du prix le plus bas et maîtrise efficacement ses coûts. En France, le groupe continue d'investir dans les bas prix ainsi que le développement et la modernisation du réseau dans un contexte marché encore plus difficile. Le marché français des ventes au détail est en effet toujours en recul, en raison notamment d'une vive concurrence sur les prix. Le consommateur français semble apprécier lui aussi le concept des prix les plus bas pour ses marques nationales, comme en témoigne l'augmentation du CA de 11,3%, à 120 millions EUR, même si cette hausse est également attribuable à l'ouverture de nouveaux magasins. *Compte tenu de l'évolution nettement positive des derniers trimestres, la valorisation de l'action a encore pris de la hauteur. Les investisseurs paient 18 fois le bénéfice attendu pour l'an prochain et la valeur d'entreprise (EV) correspond à plus de 9 fois le cash-flow opérationnel (EBITDA). Parallèlement, la société a prévenu que le consommateur capricieux et la vive concurrence érodaient actuellement sa marge, ce qui l'empêcherait cette année de réaliser une croissance de son bénéfice. Nous réitérons donc notre conseil : «à conserver» (rating 3B).*

Colruyt



DELHAIZE GROUP (EUR)



Ahold



www.initiedelabourse.be

# Actions belges

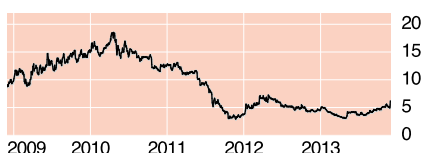
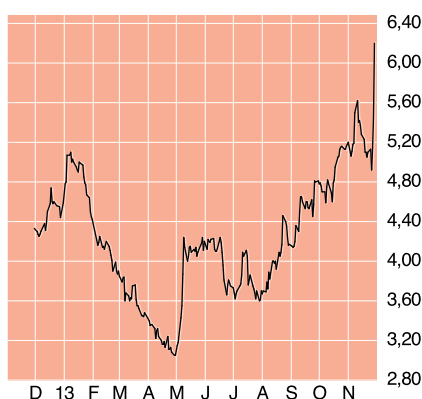
1C↑

5,32 EUR  
DIGNE D'ACHAT SPÉC.

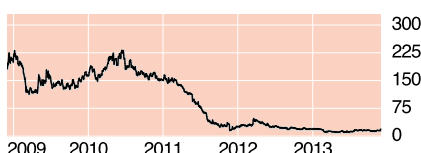
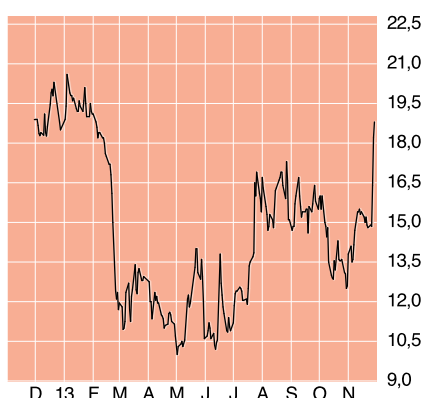
**EURONAV**

Un rai de lumière

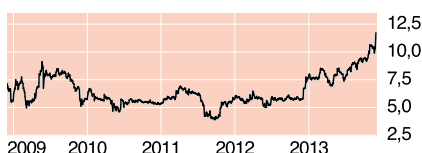
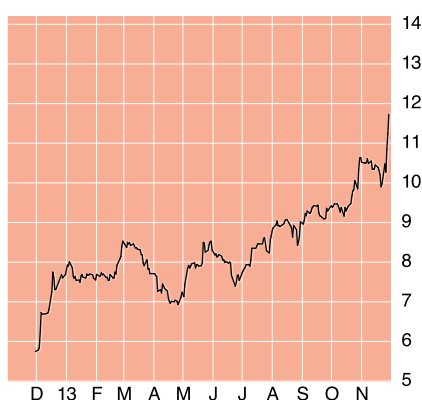
## Euronav



## Frontline



## Exmar



www.initedelabourse.be

Comme chacun le sait, le secteur des navires pétroliers traverse une mauvaise passe. Cela dit, cet élément est déjà intégré dans les cours, ce qui nous incite à nous concentrer plutôt sur la recherche d'éléments positifs. Or l'annonce des résultats du 3<sup>e</sup> trimestre du concurrent norvégien *Frontline* est l'un de ces éléments positifs. Pas tant les chiffres en soi que les perspectives pour le dernier trimestre 2013. Le marché des grands pétroliers (les *Very Large Crude Carriers* ou VLCC) montre assurément des signes d'embellie, sans qu'il faille encore espérer un rétablissement rapide de l'équilibre de marché. Trop de pétroliers ont été mis en circulation ces dernières années, qui avaient été commandés «à la belle époque», mais la demande est désormais inexistante ou rare. Ce déséquilibre pourrait être gommé par la mise à la casse des pétroliers plus anciens, mais ceci est impossible ou en tout cas pas dans une mesure suffisante. Ces dernières années, de trop nombreux jours ont été marqués par un loyer inférieur à 10.000 à 15.000 USD pour les grands pétroliers. Or un loyer journalier de minimum 20.000 à 25.000 USD est nécessaire pour que les meilleurs acteurs du secteur réalisent un bénéfice. Ces dernières semaines, les tarifs augmentent sur plusieurs lignes (en moyenne vers 40.000 USD par jour), ce qui améliore les perspectives pour le 4<sup>e</sup> trimestre. Qui plus est, il y a quelques semaines, Euronav a vendu le VLCC *Ardenne Venture* (50/50 joint-venture avec *Wah Kwong*) pour 41,7 millions USD. Ce qui ne lui a pas seulement assuré 2,2 millions USD de plus-value, mais prouve également que les tarifs des pétroliers ne suivent plus une tendance baissière. Au 1<sup>er</sup> trimestre, le tarif moyen s'élevait encore à 21.000 USD par jour, mais aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres, il est retombé à 14.200 USD et 14.000 USD par jour respectivement. Le chiffre d'affaires (CA) du 3<sup>e</sup> trimestre est ressorti à 93,5 millions USD, soit 5,5% de moins qu'au 2<sup>e</sup> trimestre. Compte tenu d'un résultat financier largement négatif, la perte nette s'est alourdie : de

-10,7 millions USD (-0,21 USD par action) pour le 1<sup>er</sup> trimestre, à -30,7 millions USD (soit -0,61 USD par action) au 2<sup>e</sup> trimestre, et elle n'a pas beaucoup évolué au 3<sup>e</sup> trimestre, à -27,1 millions USD ou -0,54 USD par action. Ajoutons à cela que les deux superpétroliers transformés en plateformes de stockage de pétrole flottantes, *FSO Africa* et *FSO Asia*, loués à *Maersk Oil Qatar*, ont contribué à hauteur de près de 7 millions USD au résultat net. L'activité à proprement parler a donc plongé à 34 millions USD dans le rouge. Après neuf mois, le CA s'élève donc à 296,1 millions USD (325,6 millions USD à la même période l'an dernier), -21 millions USD d'EBIT (contre -7,9 millions USD), -66,4 millions USD de résultat net ou -1,33 USD par action (contre -54,9 millions USD ou -1,10 USD par action). Lors de l'annonce des résultats du 3<sup>e</sup> trimestre, Euronav avait couvert quelque 41% de la flotte de VLCC à un tarif moyen de 15.000 USD par jour. Comme annoncé, nous prévoyons que la flotte sera louée à des tarifs bien plus élevés pour le reste du trimestre. La Chine importe actuellement plus de pétrole que les USA, ce qui implique que le pétrole léger d'Afrique occidentale soit davantage transporté vers la Chine que vers les États-Unis, ce qui se traduit par un allongement des trajets.

*Le problème de base reste une suroffre de navires, mais au moins la situation semble s'améliorer quelque peu. Les tarifs sont en hausse depuis quelques semaines et le cours de Frontline a rebondi de plus de 25% en à peine deux jours après l'annonce de perspectives plus réjouissantes pour le trimestre courant. Nous constatons aussi que les prix des pétroliers sortent de leur plancher. C'est pourquoi nous relevons notre conseil à «digne d'achat» (rating 1C), car un mouvement de rattrapage sur la hausse de Frontline est vraisemblable. La valeur est cependant réservée aux investisseurs conscients des risques!*

# Actions américaines

4C

27,36 USD  
ALLÉGER

## HEWLETT-PACKARD

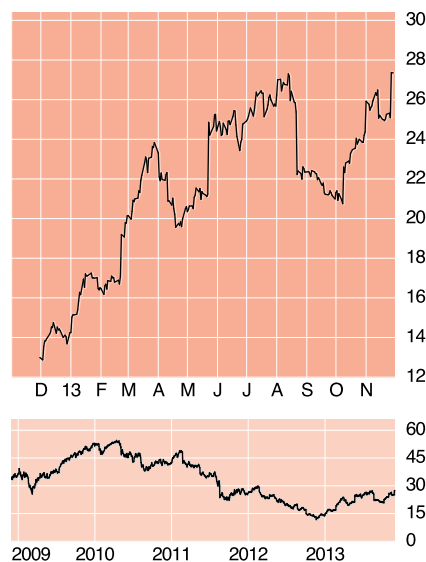
Rallye d'apaisement

Au 3<sup>e</sup> trimestre de l'exercice fiscal 2013, le géant technologique américain HP avait connu une évolution inférieure à la moyenne et lors de la journée des analystes du mois dernier, le groupe n'avait pas pu promettre d'amélioration sensible à court terme. Qui plus est, ses concurrents, dont IBM et Cisco Systems, ont depuis lors publié des résultats et perspectives décevants. Les projections pour le dernier trimestre de l'exercice n'étaient dès lors pas très ambitieuses. Comme souvent dans de telles circonstances, les attentes des analystes étaient trop faibles et la société a donc pu les surprendre positivement. Sur la période de trois mois jusqu'au 31 octobre, HP a réalisé un chiffre d'affaires (CA) trimestriel de 29,1 milliards USD, soit 2,8 % de moins qu'un an plus tôt et la neuvième (!) baisse trimestrielle consécutive du CA. Dans la mesure où le chiffre est cependant supérieur aux prévisions des analystes de 27,8 milliards USD, la prestation de HP a été accueillie favorablement. Son bénéfice net est ressorti à 1,41 milliard USD, contre une perte de 6,85 milliards USD un an plus tôt. Le bénéfice net adapté s'est élevé au trimestre dernier à 1,01 USD par action, soit 17 % de plus qu'un an plus tôt, mais 13 % de moins qu'au 3<sup>e</sup> trimestre. Le repli persistant du CA est en grande partie attribuable à la faiblesse du marché du PC. Les chiffres des bureaux d'étude américains Gartner et IDC révèlent que les ventes de PC ont à nouveau sensiblement baissé au 3<sup>e</sup> trimestre. Au niveau mondial, HP occupe toujours la deuxième place, derrière le leader de marché Lenovo. On constate une nette différence entre le marché des entreprises et celui des consommateurs. Les ventes aux consommateurs ont baissé de 10 % alors que les entreprises ont acheté 4 % de PC de plus. L'ordinateur desktop continue à perdre du terrain au profit de l'ordinateur portable. HP ne profite pas de l'essor du segment lucratif des smartphones et

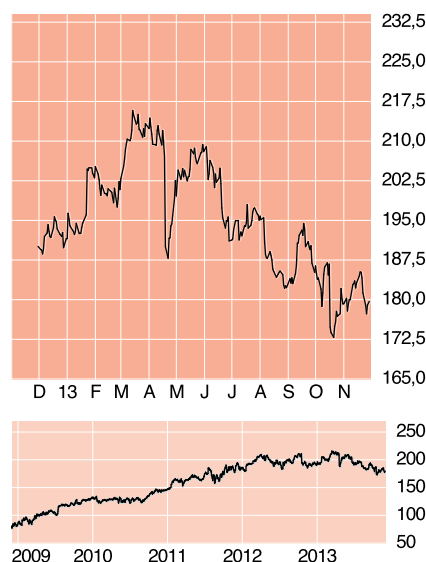
autres tablettes. Le département Enterprise (serveurs et systèmes de stockage) fut le seul à afficher une croissance de son CA au trimestre écoulé, même si cette avancée, de 1,8 %, n'est pas spectaculaire. Les branches Enterprise Services (-9,4 %), Software (-9,1 %) et Printing (-0,6 %) se sont toutes moins bien portées qu'il y a un an. HP va également s'adresser au marché du 3D Printing. L'objectif du groupe est de lancer une gamme seule, autrement dit sans grande acquisition d'une entreprise de 3D Printing existante, même si le rachat de plus petites sociétés complémentaires développant des connaissances technologiques spécifiques est en revanche possible. La marge de bénéfice brute a reculé de 1,2 %, à 23 %, impactée par la baisse du CA et l'augmentation de la contribution des produits moins rentables. Les dépenses opérationnelles ont reculé en termes absolus mais par rapport au CA, elles ont légèrement augmenté. En conséquence, la marge opérationnelle a également reculé de 1,4 %, à seulement 9 %. L'an dernier, HP a annoncé une vague de licenciements, censée réduire de 29.000 les effectifs. Ce chiffre a encore été augmenté le mois dernier à 33.250. L'opération doit être finalisée pour la fin de l'exercice à peine entamé (octobre 2014).

**HP s'est finalement mieux comporté que prévu, même si le rapport n'était pas unanimement positif. Le fait que, contrairement à d'autres géants technologiques, il n'ait pas abaissé ses prévisions de CA, a été considéré par le marché comme un point positif, et explique l'euphorie des investisseurs. Quoi qu'il en soit, les perspectives de croissance pour 2014 ne sont pas extrêmement réjouissantes. A 7 fois le bénéfice attendu, HP n'est en effet pas cher, mais une valorisation plus élevée ne se justifiera l'an prochain que par l'amélioration sensible du CA et du bénéfice. Alléger (rating 4C).**

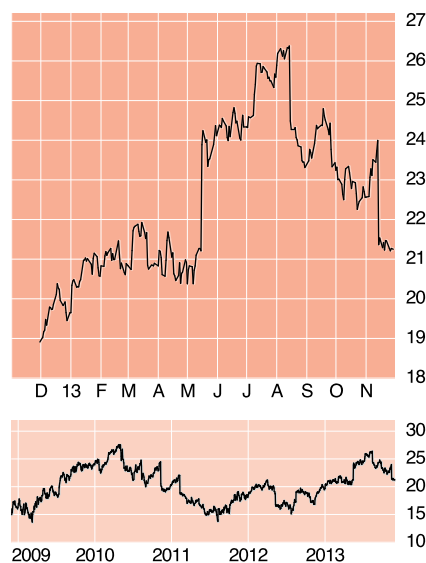
### Hewlett Packard



### IBM



### Cisco Systems Inc



www.initiedelabourse.be

# Obligations

La Banque centrale européenne (BCE) se fait du souci. On ne s'en étonnerait pas, vu que les banques sous sa tutelle succombent sous leurs dettes irrécupérables, si ce n'était que ce ne sont pas elles qui l'inquiètent, mais bien la possibilité d'une réduction des largesses monétaires de la part de son homologue américain, la Réserve fédérale (Fed). La BCE craint en effet que si la Fed réduit son assistance mensuelle, de 85 milliards de dollars (USD) actuellement, plusieurs investisseurs institutionnels européens rencontreraient pas mal de difficultés.

On peut s'étonner que la BCE se soucie du sort d'institutions qui ne sont pas de son ressort. Pour comprendre son attitude, il faut replacer l'affaire dans son contexte. Tout ce qui affecte ces institutions implique le secteur bancaire. Il suffit de se pencher sur ce qui s'est déroulé ces derniers mois pour comprendre la chose.

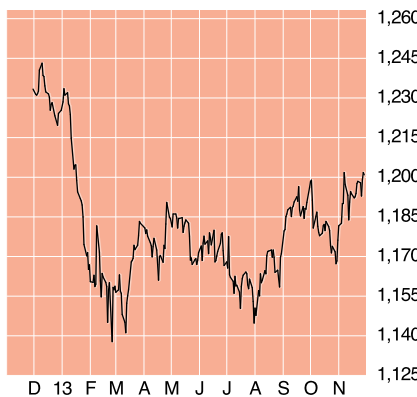
Depuis l'effondrement de *Lehman Brothers* en 2008, les banques centrales occidentales, dont la BCE, ont accepté toutes sortes d'actifs financiers en guise de gage à leurs crédits. Les emprunts bancaires couverts par d'autres actifs financiers, comme les obligations sécurisées ou les *contingent convertibles* (coco) en font partie. La BCE en possède pour 435 milliards d'euros (EUR) et encore près de 370 milliards d'autres titres adossés à d'autres actifs. Certains de ces titres ont parfois été créés spécialement pour être remis à la BCE.

Depuis un peu moins d'un an, la plupart des banques remboursent leur banque centrale et récupèrent de cette façon leurs gages. Ces derniers sont

**ZAREUR**



**GBPEUR**



restructurés dans de nouveaux emprunts offerts aux investisseurs institutionnels. Comme ces titres rapportent plus que les conventionnels, les institutionnels ne leur résistent

pas. Vu le succès qu'ils rencontrent, les banques emballent de nouveau leurs créances déficitaires de cette manière et les transfèrent aux institutionnels (assurances, fonds de pensions, etc.). Ces derniers assument dorénavant les risques afférents à ces titres.

Le jour où la Fed décidera de réduire ses avances mensuelles, il ne fait aucun doute que les taux d'intérêt s'envoleront. Le surrendement qu'offraient les titres structurés disparaîtra en conséquence. Or ces surrendements servaient à compenser les risques. Il est probable que ces titres s'effondreront plus rapidement que les autres, causant de graves pertes pour les institutionnels. Ces derniers n'auront pas tellement de recours, leurs contreparties étant essentiellement les banques. Selon une estimation faite par la *JPMorgan*, il y aurait encore quelque 700 milliards EUR de ce genre de titres en circulation, en sus des titres détenus par la BCE.

On comprend mieux alors l'inquiétude de la BCE. Il est impératif que les taux d'intérêt restent bas si on veut éviter la catastrophe. Il est par conséquent peu probable que la Fed réduise ses allocations à partir de ce mois-ci, quoi qu'en pensent certains analystes. Le président actuel de la Fed, *Ben Bernanke*, ne s'y aventurera pas et laissera cette décision épineuse à son successeur, *Janet Yellen*.

En milieu de semaine, la BCE tiendra sa réunion mensuelle et annoncera ses nouvelles mesures monétaires. On s'attend à ce qu'elle entame une troisième LTRO (ligne de crédit illimitée d'une durée de trois ans). Des 1000 milliards que la BCE a déboursés avec les deux premières, les banques

01/12/2013	niveau	-1 sem.	-1 an	B 12 m.	H 12 m.
% Eonia	0,28 %	0,12%	0,08%	0,06 %	0,28 %
Euribor (360 dagen) Euro 3m	0,23 %	0,22%	0,19%	0,18 %	0,23 %
Euribor (360 dagen) Euro 6m	0,33 %	0,32%	0,34%	0,29 %	0,38 %
Euribor (360 dagen) Euro 12m	0,50 %	0,49%	0,57%	0,47 %	0,62 %
Rendement des Obligations int. AAA EUR 2a	0,37 %	0,29%	0,29%	0,18 %	0,52 %
Rendement des Obligations int. AAA EUR 5a	1,04 %	1,05%	0,89%	0,71 %	1,38 %
Rendement des Obligations int. AAA EUR 10a	2,13 %	2,16%	1,93%	1,66 %	2,42 %
Rendement des Obligations int. AAA USD 2a	0,59 %	0,59%	0,54%	0,46 %	0,83 %
Rendement des Obligations int. AAA USD 5a	1,65 %	1,65%	1,14%	1,13 %	2,22 %
Rendement des Obligations int. AAA USD 10a	3,12 %	3,12%	2,09%	2,09 %	3,34 %
EUR/USD	1,36 %	1,35%	1,30%	1,28 %	1,38 %

Devise	Cours*	% 2 ans	% 10 ans
AUD	1,4934	20,13 %	-9,94 %
CAD	1,4394	11,70 %	-7,45 %
CHF	1,2298	2,12 %	-20,58 %
DKK	7,4589	-0,02 %	0,26 %
GBP	0,8327	2,74 %	19,45 %
JPY	139,2100	30,44 %	6,07 %
NOK	8,3200	13,20 %	1,93 %
NZD	1,6698	5,93 %	-10,79 %
SEK	8,9075	3,13 %	-1,55 %
USD	1,3611	4,75 %	13,48 %
ZAR	13,8610	21,53 %	80,01 %

Taux obli. Taux des emprunts d'Etat **Obli.entpr.int.AAA** Taux moyen des emprunts internationaux d'entreprises notées AAA. - Source REMES POWERED BY COMPUGRAPHICS

\* 1 EUR = ... % taux moyen des emprunts d'Etat à 2 et 10 ans