



SOMMAIRE

Analyse 106-107

Vigoureuse reprise des SIR

Actions 108-113

Agfa-Gevaert

Barco

Biocartis

Microsoft

Saint-Gobain

SIPEF

Marché en graphiques 114

Melexis

Meta Platforms

Twitter

Umicore

Autres investissements 115

Options sur ASML

Matières premières : le café et le sucre

Portefeuille 116-117

Just Eat Takeaway.com

Obligations 118-119

Regain de volatilité

Question d'investissement 120

Inventiva

À PARAÎTRE PROCHAINEMENT SUR
WWW.INITIEDELABOURSE.BE

- Aker BP
- La Compagnie des Alpes
- Meta Platforms
- Solvay
- Telenet

CHATTEZ AVEC NOUS LE JEUDI
de 12 à 13 heures

DISCLAIMER

Reproduction interdite de quelque manière que ce soit. Informations provenant de sources fiables. Aucune responsabilité en cas de manque à gagner ou de perte lié(e) à l'utilisation de ces informations.



AVANT-PROPOS

Investir dans les actions exceptionnelles

Interrogé dans *L'Echo* (article mis en ligne le 20 avril dernier), Stuart Dunbar, associé chez Baillie Gifford, le gestionnaire d'actifs écossais indépendant, affirmait : « Ce serait mieux si les Bourses n'ouvraient que deux heures par mois ». Ce serait un cauchemar pour tous les médias financiers, s'est dit d'emblée notre rédaction. Car le plus clair de ce que nous écrivons découle de notre observation des cours. Pour autant, le message de Stuart Dunbar ne nous a évidemment pas échappé : trop d'investisseurs, mais bien plus de gestionnaires de fonds encore, ne pensent qu'à court terme, et achètent et revendent trop vite.

Actionnaire au long cours

Chez Baillie Gifford, on reste actionnaire d'une entreprise des années, sinon des décennies durant, parce qu'investir

dans les meilleures actions (européennes) de croissance le requiert. Baillie Gifford est plus que centenaire. Alors qu'une crise du crédit avait éclaté, ce trust a été fondé en 1908 à Edimbourg par le colonel Auguste Baillie et Carlyle Gifford pour prêter des fonds aux plantations de caoutchouc en Malaisie (à l'époque en territoire britannique). Plus tard, le trust a commencé à investir en Bourse. Il a fait parler de lui il y a quelques années en entrant au capital d'argenx, qui n'était alors pas encore le porte-drapeau de la biotechnologie belge. Il a d'ailleurs participé à la dernière augmentation de capital en date de la société. Au vu de son enthousiasme, Baillie Gifford voit à n'en point douter – comme nous – argenx comme une entreprise européenne à fort potentiel de croissance à long terme. Il n'investit d'ailleurs que dans les actions qu'il considère exceptionnelles.

Vous le savez, nous aimons nous constituer une trésorerie quand nous jugeons probable une correction des marchés boursiers. Pour autant, nous ne nous séparons pas de tous nos titres prometteurs.

argenx, l'exemple par excellence

Revenons à argenx. Nous en détenons des actions depuis le 15 juillet 2016. Elles coûtaient alors 13,25 euros. Et bien qu'elles aient valu jusqu'à 300 euros, le portefeuille modèle est toujours investi dans l'entreprise, et le restera encore quelques années. Nous avons certes pris nos bénéfices régulièrement afin de rééquilibrer le portefeuille. Depuis 2018, nous avons réalisé un bénéfice de 15.700 euros sur un investissement initial d'un peu moins de 2.000 euros. Les actions encore détenues valent pour l'heure six fois plus que le

Comme nous, Baillie Gifford considère argenx comme une valeur européenne exceptionnelle.

jour où nous les avons achetées. Si nous n'avions rien vendu, le poids d'argenx dans le portefeuille serait de 23,3 % aujourd'hui. C'est notamment grâce à la présence ininterrompue de l'action dans celui-ci au cours des six dernières années que sa performance a pu dépasser celle du marché. Nous ne pouvions mieux illustrer la philosophie de Baillie Gifford.

Longue vie encore à argenx, mais aussi à ASML Holding, à Lotus Bakeries et aux nombreux autres champions de la Bourse! **1**

Vigoureuse reprise des SIR

Les x-SICAFI, les sociétés immobilières réglementées (SIR) doivent, pour bénéficier du régime fiscal favorable qui leur est réservé, distribuer chaque année à leurs actionnaires 80 % au moins de leur bénéfice (courant). Les dividendes élevés, et généralement en hausse, qu'elles versent, ont fait des SIR un investissement de plus en plus prisé au fil des ans, cet immobilier « papier » remplaçant avantageusement les obligations. Les rendements moyens (hausse du cours + dividende) des SIR ont largement dépassé ceux d'un investissement dans l'indice Bel 20. La pandémie de Covid-19, qui a éclaté en Europe en 2020, a eu de graves conséquences sur la plupart des SIR. Il faut dire aussi que les marchés ont surréagi : dans le tableau ci-après, la colonne des rendements totaux des 12 derniers mois montre que les cours se sont nettement redressés l'an dernier. Les 17 SIR cotées sur Euronext Bruxelles (Inclusio, acteur résidentiel à vocation sociale, n'est cotée que depuis la mi-décembre 2020 ; elle y a remplacé Leasinvest, qui a fusionné avec Extensa pour devenir Nextensa) affichent un rendement en moyenne bien plus élevé que celui du principal indice d'actions de la Bourse de Bruxelles (18,9 %, contre 6,5 %). Non moins de sept des 17 titres actent un rendement supérieur à 30 %, et quatre d'entre eux, même, de plus de 40 %. Trois en revanche ont un

rendement négatif – pour le nouveau venu Inclusio, la chute est même considérable. L'évolution des cours se reflète dans le rendement brut moyen en dividende ; d'après le dividende (annoncé) de l'exercice le plus récent (généralement, 2021), le rendement est passé de 6,14 % à 4,66 % en moyenne en un an, ce qui demeure bien supérieur aux rendements obligataires. Reste que bien qu'il soit encore possible, pour six des SIR, d'atteindre un rendement en dividende de plus de 6 % brut, les cours ont augmenté nettement plus que les dividendes. Mais les sommets de près de 9 %, comme celui enregistré par Wereldhave Belgium il y a un an, ne sont plus à l'ordre du jour. Certains noms, dont Warehouses De Pauw (WDP), approchent bien davantage des 2 %.

L'envolée des cours entraîne également une appréciation – certes loin d'être spectaculaire – de la valeur moyenne des SIR. Le tableau montre que huit d'entre elles s'échangent toujours sous la valeur de leur actif net ; mais le rapport moyen est de 1,12, contre 1,04 il y a 12 mois. Les acteurs de la logistique, comme WDP et Montea, continuent de le tirer vers le haut : portés par la solidité de leurs projets de croissance, tous deux se négocient au double de la valeur de leur actif net. Il convient donc de regarder très attentivement dans quoi chaque SIR est investie, un paramètre dont pourra dépendre le rendement de l'investissement dans les années qui viennent.

Logistique en plein essor

La crise sanitaire n'a pas plombé tous les segments, tant s'en faut. L'immobilier logistique en est même sorti renforcé. Alors que l'essor du commerce électronique entraînait déjà une crois-

sance structurelle de la demande de capacités de stockage de marchandises, la pandémie est venue donner un formidable coup de pouce à l'e-commerce. WDP et Montea affichent les meilleurs chiffres du segment logistique. Elles vont pouvoir concrétiser leurs projets de croissance, jouissent d'un taux d'occupation maximal et devraient annoncer des dividendes en hausse dans les années à venir. Les confinements et autres mesures restrictives ayant souligné l'importance cruciale du secteur logistique, celui-ci peut passer à la vitesse supérieure et se montrer toujours plus ambitieux. WDP et Montea ont clos le dernier exercice sur d'excellents rendements... tout comme, d'ailleurs, elles l'avaient fait au cours des 10 années précédentes. Durant la décennie écoulée en effet, un investissement dans WDP a rapporté 27,3 % (hausse du cours + dividende) par an en moyenne : c'est phénoménal. Chez Montea, ce chiffre s'établit à

LES SIR EN CHIFFRES

ACTION	TYPE	REND. EN DIV. *	COURS/VAN	PERF. TOTALE SUR 1AN
Aedifica	Santé	3,2%	1,51	+18,5%
Ascensio	Commerces	7,2%	0,88	+16,6%
Befimmo	Bureaux	3,9%	0,79	+42,6%
Care Property	Santé	3,0%	1,19	+4,2%
Cofinimmo	Santé/Bureaux	4,7%	1,31	+8,8%
Home Invest	Résidentiel	4,3%	1,07	+12,1%
Immo Moury	Résidentiel	4,2%	0,86	-5,0%
Invest Offices	Bureaux/Logistique	5,4%	1,14	+40,8%
Inclusio	Résidentiel	3,0%	0,73	-19,5%
Montea	Logistique	2,5%	1,92	+38,6%
Qrf	Commerces	7,0%	0,72	+0,5%
Retail Estates	Commerces	6,1%	1,12	+31,3%
Vastned Retail Belgium	Commerces	6,5%	0,75	+32,6%
Warehouses De Pauw	Logistique	2,2%	2,09	+42,1%
Warehouse Estates Belgium	Commerces	7,3%	0,76	-0,8%
Wereldhave Belgium	Commerces	6,7%	0,80	+44,9%
Xior	Logements pour étudiants	2,1%	1,38	+13,7%

Source : Bloomberg/calculs Initié de la Bourse

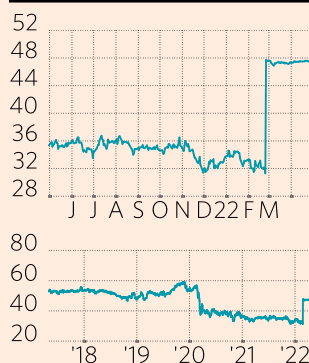
* Les rendements en dividende s'entendent brut

24 %, contre 10,4 % pour le Bel 20. Partiellement actif dans le même secteur, Invest Offices & Warehouses peut lui aussi s'enorgueillir des résultats obtenus en 2021.

Demande de soins soutenue

Cela fait plusieurs années que l'immobilier de santé compte au nombre des segments de croissance dans le domaine des SIR. Le vieillissement de la population dope la demande de chambres en maisons de repos, en résidences-services et en établissements de soins. Les bâtiments sont généralement loués pour longtemps (plus de 20 ans) et le risque de vacance est en principe limité. L'on sait malheureusement que les maisons de repos et de soins ont été le théâtre de très nombreuses contaminations et d'une vague de surmortalité au début de la pandémie. Reste que les perspectives à long terme demeurent incontestablement favorables ; à titre d'exemple, la population de l'Union européenne âgée de plus de 80 ans augmentera d'un bon 120 % d'ici à 2050, pour atteindre 57,5 millions de personnes. Présente en Belgique, aux Pays-Bas, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Finlande, en Suède et, depuis peu, en Irlande, Aedifica est un acteur d'envergure européenne dans ce secteur.

BEFIMMO

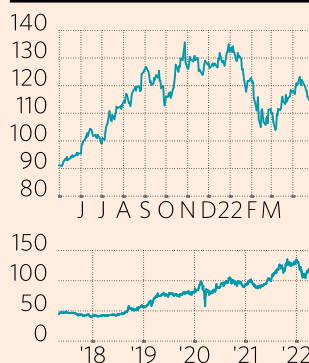


Beaucoup plus petite, Care Property Invest n'a pas non plus la même ampleur sur le plan géographique. Cofinimmo est un cas particulier. Longtemps active dans le seul segment des bureaux, cette société a fait depuis quelques années de l'immobilier de santé son pôle de croissance ; elle s'étend par ailleurs de plus en plus à l'étranger.

Résilient, l'immobilier résidentiel

L'immobilier résidentiel est probablement le segment qui a le moins souffert de la crise sanitaire. L'on ne déplore par exemple aucune fausse note chez Home Invest Belgium. Xior est spécialisée dans les résidences pour étudiants, une niche dans laquelle elle réussit particulièrement bien. L'on peut au demeurant affirmer que ce créneau est porté par la crise sanitaire : les jeunes sont plus nombreux que jamais à vouloir s'établir

MONTEA

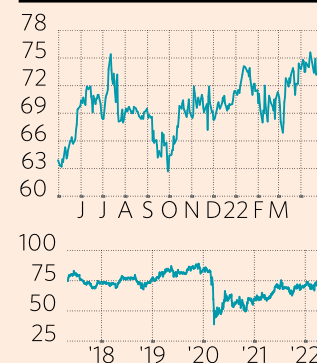


sur les campus et profiter de l'insouciance propre à la vie étudiante. Ce qui engendre une contraction de l'offre.

Bureaux désertés

Le segment des bureaux a fort souffert de la pandémie. Du jour au lendemain, le télétravail, jusque-là éventuellement autorisé à raison d'un à deux jours par semaine, est devenu obligatoire. Si, comme tout porte à le croire, il devrait plus ou moins devenir la « nouvelle norme », les entreprises n'auront plus besoin de gigantesques superficies de bureaux, de sorte que les espaces vacants vont se multiplier. Pour les actionnaires de Befimmo, la crise sanitaire a d'abord été un cauchemar. Le cours de l'action a chuté d'environ 40 %, jusqu'à ce que le canadien Brookfield Asset Management, estimant que les choses avaient assez duré, en offre en février 1,35 milliard d'euros, soit 47,50 euros par action. Cela reste de 20 % inférieur à la valeur intrinsèque, mais permettrait de limiter la casse. L'offre a permis au cours de retrouver son niveau... d'il y a 10 ans. Heureusement, le rendement en dividende, de 6,6 % brut par

RETAIL ESTATES



an en moyenne, a toujours de quoi séduire l'actionnaire. Nous estimons que la proposition pourrait aboutir.

Les SIR ont enregistré un rendement moyen de 18,9 % ces 12 derniers mois, contre 6,5 % pour l'indice Bel20.

Commerces : redressement partiel

L'immobilier commercial a été le segment le plus cruellement frappé par la crise. Lui qui subit depuis des années la concurrence du commerce électronique, a de surcroît enduré des confinements destructeurs. Les acteurs de l'immobilier commercial ont dû faire face à des arriérés de loyer, voire à la faillite d'un certain nombre de leurs locataires. Tous sont donc tombés en dessous de leur valeur intrinsèque. Ce qui n'était d'ailleurs pas toujours justifié, puisque ces 12 derniers mois ont suffi à certains pour se refaire une santé. La performance totale la plus élevée (45 % environ) est à mettre au crédit de Wereldhave Belgium ; malgré cela, son cours reste de 15 % inférieur à ce qu'il était il y a 10 ans. **T**

RÉPARTIR, RÉPARTIR ET ENCORE RÉPARTIR

Nous restons convaincus que tout portefeuille d'actions bien diversifié peut être investi à concurrence de 10 % dans l'immobilier "papier". Il convient de

ne pas chercher exclusivement la croissance (logistique et immobilier de santé), où les rendements en dividende sont relativement plus faibles et les cours, supérieurs à

très supérieurs à la valeur intrinsèque : optez également pour des rendements élevés (commerce de détail, bureaux et immobilier résidentiel).

AGFA-GEVAERT

Envolée des prix des intrants

Pour un groupe en pleine mutation, Agfa-Gevaert s'en est bien sorti en 2021. La hausse des coûts des intrants a été compensée par des augmentations de prix et par une stricte maîtrise des dépenses, tandis que la nette augmentation des bénéfices de la division Healthcare soutenait la rentabilité. Le chiffre d'affaires (CA) a par conséquent progressé de 3 %, le cash-flow opérationnel, de 5 %, à 104 millions d'euros, et le bénéfice opérationnel, de 17 %, à 42 millions d'euros.

Agfa-Gevaert se montre résiliente dans un contexte difficile.

Mais les inévitables dépenses de restructuration (33 millions) expliquent la perte nette de 14 millions d'euros. La direction escompte un résultat similaire en 2022. Alimentée par la hausse des coûts des matières premières et des dépenses salariales, la pression inflationniste continuera de sévir, ce à quoi Agfa répondra par de nouvelles augmentations de prix. Fait remarquable, le CA devrait progresser dans toutes les divisions, l'activité soins de santé étant à nouveau appelée à soutenir la rentabilité; c'est d'ailleurs plus que jamais là que le groupe est en quête de croissance rentable. Le long processus de restructuration, qui devrait lui permettre de compresser davantage encore ses dépenses à

partir de 2023, se poursuivra par ailleurs.

Les solutions de radiologie ont assuré l'essentiel du bénéfice opérationnel en 2021 (part de 37,7 millions d'euros), mais ce poste a pâti du ralentissement des ventes des films médicaux en Chine, lui-même dû au report des investissements décidé par les hôpitaux, dans le contexte de la crise sanitaire. CA et marges devraient se stabiliser cette année. Avec un bénéfice opérationnel de 21,6 millions d'euros (+50 %), Healthcare n'en demeure pas moins le moteur des bénéfices du groupe, au profit de la qualité et de la prévisibilité des résultats consolidés. Le carnet de commandes laisse présager une nouvelle hausse du CA, tandis que les marges bénéficiaires de la division devraient demeurer excellentes ces prochaines années. Le pôle Print & Chemicals peut lui aussi se prévaloir de perspectives intéressantes mais pour l'heure, il se débat avec l'augmentation du coût des matières premières, qui

AGFA-GEVAERT



Cours : 3,86 euros

Ticker : AGE : BB

Code ISIN : BE0003755692

Marché : Euronext Bruxelles

Capit. boursière : 610 millions EUR

C/B 2021 : -

C/B attendu 2022 : -

Perf. cours sur 12 mois : +5%

Perf. cours depuis le 01/01 : -3,5%

Rendement du dividende : -

grève les marges malgré les hausses de prix. Avec un bénéfice opérationnel de 7,4 millions d'euros en 2021, cette activité est trop petite pour tirer le titre vers le haut. A plus long terme, elle compte notamment sur une

accélération des ventes de sa membrane Zirfon, utilisée pour produire de l'hydrogène vert. L'acquisition d'Inca Digital Printers, principalement active sur le marché en pleine croissance de l'emballage, est venue renforcer la division. Enfin, l'activité Graphique a su limiter les dégâts; ses pertes opérationnelles, de 21,9 millions d'euros en 2020, sont tombées à 6 millions. Les augmentations de prix et l'accélération de la demande ont permis au CA de se redresser et les réductions des dépenses ont préservé les marges.

La hausse des taux d'intérêt aide le groupe à couvrir ses dépenses de pensions. Ses engagements en la matière s'élèvent encore à 670 millions d'euros net, soit un débours de 55 millions cette année. Pour les investisseurs, la question est de moins en moins épineuse.

Conclusion

Agfa-Gevaert se montre résiliente dans un contexte difficile. La hausse des coûts pèsera sur les résultats cette année encore, mais l'augmentation du CA, les économies de coûts et la rentabilité de Healthcare contribueront à préserver les marges. Avec une valeur de l'entreprise (EV) de 9 fois le cash-flow opérationnel, la valorisation a légèrement augmenté. Nous recommandons toujours de conserver le titre. **t**

Conseil : conserver

Risque : moyen

Rating : 2B

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE

LE 28 AVRIL



BARCO

Un bon début d'année

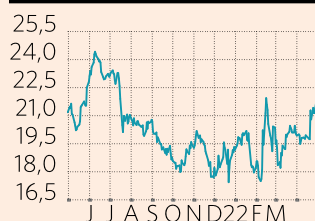
Pour le 1^{er} trimestre de 2022, Barco n'a communiqué que le chiffre d'affaires (CA) des différentes divisions et le nombre de commandes ; il faudra attendre juillet pour connaître les flux de trésorerie et les marges bénéficiaires, mais il est d'ores et déjà clair que les prévisions de la direction pour le 1^{er} semestre, soit une croissance annualisée de 20 % et une marge sur le cash-flow d'exploitation (Ebitda) supérieure aux 7,3 % de 2021, seront très probablement atteintes. Au 1^{er} trimestre, le CA avait déjà augmenté de 20 % sur un an, à 206 millions d'euros ; la hausse aurait même été de 34 % sans pénurie de composants (effet : 25 millions d'euros).

Les prévisions de Barco pour le 1^{er} semestre semblent plus réalisables que jamais.

Depuis fin 2021, Barco peine à convertir son carnet de commandes, bien garni, en ventes. Le groupe a enregistré pour 247 millions d'euros de nouvelles commandes au 1^{er} trimestre (+8 % sur un an, +9 % par rapport au consensus), pour un carnet d'une valeur de 530 millions d'euros, en hausse de 51 % sur un an, une progression sans précédent. Si cette évolution est prometteuse, à court terme, l'approvisionnement difficile en semi-conducteurs et autres composants peut encore entraîner des retards,



BARCO



Cours : 21,14 euros
Ticker : BAR BB
Code ISIN : BE0003790079
Marché : Euronext Bruxelles
Capit. boursière : 1,95 milliard EUR
C/B 2021 : -
C/B attendu 2022 : 27
Perf. cours sur 12 mois : +3%
Perf. cours depuis le 01/01 : +9%
Rendement du dividende : 1,9%

surtout dans la division Entertainment, qui a vu ses ventes augmenter de 21 % au 1^{er} trimestre, à 67 millions d'euros, manquant le consensus de 9 %. Heureusement, Barco ne perd aucun contrat et maintient sa part de mar-

ché. En dépit du confinement de plusieurs villes en Chine, qui a pesé sur les commandes entre janvier et mars, celles-ci continuent d'augmenter et ont dépassé les ventes pendant cinq trimestres consécutifs. Fin avril, Barco a signé avec l'américain AMC Theatres, 1^{er} exploitant cinématographique au monde – une excellente vitrine pour la société belge –, un contrat portant sur la modernisation de projecteurs d'une valeur de 250 millions de dollars. Alors que dans les hôpitaux, la tendance à la numérisation des salles d'opération s'accélère de nouveau après la pandémie, la division Healthcare a vu ses ventes augmenter de 22 % au 1^{er} trimestre, à 78 millions d'euros (dépassant le consensus de 15 %) ; elle a légèrement moins souffert des pénuries de composants qu'en 2021.

La division Enterprise a bénéficié de la réouverture de nombreux bureaux, ce qui a dopé les ventes de l'outil de réunion ClickShare, déjà

nombreuses pendant la crise sanitaire (avec une option de réunions hybrides). Le CA de la division a augmenté de 17 %, à 61 millions d'euros, soit 4 % de plus que les prévisions des analystes. Le nombre de commandes a progressé de 27 %. Pour l'exercice, le consensus table sur un CA de 979 millions d'euros (+21,7 % en un an) et un Ebitda de 106 millions d'euros (+81 % en un an). La direction n'a pour l'instant émis aucune prévision annuelle, mais le fera certainement en juillet. Fin décembre, le groupe disposait de 309,8 millions d'euros en espèces. Nous estimons que le cash-flow disponible sera de nouveau positif en 2022 et que le dividende sera d'au minimum 0,4 euro par action. La participation dans la joint-venture Cinio-nic, avec China Film, a été portée de 60 à 80 %.

Conclusion

Barco a connu un bon début d'année ; plus que jamais, ses prévisions pour le 1^{er} semestre semblent réalisables. La pénurie de composants limite la visibilité, mais toutes les divisions voient les commandes évoluer dans la bonne direction, certes à un rythme hétérogène. Au vu des perspectives de croissance, y compris de la rentabilité, mais aussi de l'excellent bilan du groupe et du rendement attrayant qu'il offre, le titre est toujours digne d'achat. **T**

Conseil : acheter
Risque : faible
Rating : 1A

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE
 LE 29 AVRIL

BIOCARTIS

Amélioration des marges

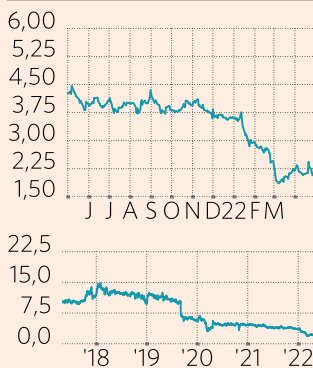
La trésorerie est tombée de 123,8 millions d'euros fin 2020 à 53,5 millions un an plus tard. Les sorties de fonds ont beau être appelées à diminuer, la société de diagnostic ne pourra pas se passer d'une forme de financement supplémentaire cette année. Elle n'en a pas moins surpris par l'annonce d'une marge brute de 34,6 % au premier trimestre (16 % à peine en 2021, et 18 % en 2020) et par son engagement, dans son rapport relatif à 2021, à améliorer la marge brute tout au long de l'exercice.

La pénurie de matières premières et l'incendie d'un entrepôt ont ralenti la production, et partant, la progression des marges, l'an passé. Le chiffre de 16 % atteint au 31 décembre traduit ceci dit une amélioration significative au deuxième semestre puisqu'au 30 juin, la marge brute n'était que de 8 %. La tendance s'est confirmée au premier trimestre de 2022. Le chiffre d'affaires (CA) issu des produits a bondi de 17 %, à 10,1 millions d'euros, dont 8,1 millions sont à mettre au crédit de la vente de 79.800 cartouches de test. Le CA provenant des tests de détection de cancers a atteint 6,7 millions d'euros (+42 %), alors que les ventes de tests de dépistage de maladies infectieuses sont tombées à 810.000 euros (-50 %), en raison du tassement de la demande de tests pour le Covid-19. La part croissante des tests oncologiques, dont le prix a augmenté (114 euros



PG

BIOCARTIS



Cours : 2,08 euros
Ticker : BCART BB
Code ISIN : BE0974281132
Marché : Euronext Bruxelles
Capit. boursière : 119,7 millions EUR
C/B 2021 : -
C/B attendu 2022 : -
Perf. cours sur 12 mois : -54 %
Perf. cours depuis le 01/01 : -42 %
Rendement du dividende : -

par test en moyenne, contre 105 euros en 2021), dans l'éventail de tests, a permis au prix de vente moyen d'atteindre 101 euros l'unité (96 euros en 2021). Seules 48 plateformes Idylla ont été installées au premier tri-

mestre, ce qui porte le nombre cumulé à 1.960; 331 unités avaient été placées en 2021.

La hausse du CA sur les produits et l'accélération de la production sur la nouvelle ligne ont permis d'alléger les sorties de trésorerie (13,7 millions d'euros au premier trimestre de 2021, 10,1 millions un an plus tard). La trésorerie a baissé à 37,3 millions d'euros, remboursement d'un crédit de 6 millions compris.

Biocartis enregistre des progrès significatifs sur les plans tant de la croissance que des marges.

La société disposait au 31 mars d'une ligne de crédit inutilisée de 15 millions d'euros. Elle est clairement en passe d'atteindre ses objectifs pour 2022. Elle promet une augmentation de 24-36 %, à 50-55 millions, de son CA sur les ventes de produits. L'accroissement des volumes et l'accélération de la production sur la ligne la plus rapide

devraient faire grimper la marge brute à 25-30 %. Les sorties de trésorerie opérationnelles diminueraient de 9,5-13,5 millions, à 47-43 millions d'euros.

La conclusion d'un partenariat avec le portugais Ophiomics a été annoncée en février. L'accord porte sur la distribution d'HepatoPredict d'Ophiomics, un test d'expression génique du cancer du foie qui permet de prédire l'intérêt d'une éventuelle greffe pour le patient. Il s'agit du premier test relatif au cancer du foie dans le menu de Biocartis. L'équipe commerciale européenne le vendra d'abord sous la forme d'un kit manuel; si les résultats suivent, une version adaptée à l'Idylla sera conçue.

Conclusion

L'action n'a pas tardé à perdre tout ce qu'elle avait gagné (+15 %) à l'annonce du niveau étonnamment élevé de la marge brute au 1^{er} trimestre. Le besoin de financement continue de se faire sentir, mais les progrès, sur les plans tant de la croissance que des marges, restent significatifs. Cela devrait permettre à Biocartis d'attirer de nouveaux investisseurs, qui pourront contribuer à convertir la croissance en rentabilité structurelle au cours des années qui viennent. Par rapport aux avancées opérationnelles, la valorisation reste à la traîne. **t**

Conseil : acheter
Risque : élevé
Rating : 1C

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE
LE 29 AVRIL

MICROSOFT

Sur son petit nuage

Les produits et services de l'éditeur américain de logiciels profitent toujours de la numérisation croissante de la sphère professionnelle et privée. Le chiffre d'affaires (CA) du groupe a augmenté de 18 % sur un an au 3^e trimestre de l'exercice 2022, à 49,4 milliards de dollars, dépassant le consensus de quelque 300 millions de dollars. Parmi les acquisitions, Nuance Communications (finalisée) a contribué au CA à hauteur de 111 millions de dollars, tandis que Activision Blizzard (en cours) n'était

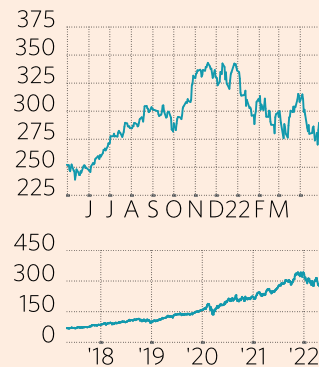
Trimestre après trimestre, Microsoft dépasse les attentes.

pas pris en compte. La direction table sur un CA de 52,4 à 53,2 milliards de dollars pour le 4^e trimestre (consensus: 52,95 milliards de dollars). Les plateformes *cloud* forment le moteur de croissance du groupe. La division Intelligent Cloud a vu son CA augmenter de 26 %, à 19,2 milliards de dollars. La plateforme Azure a même affiché une croissance de 46 % sur un an (49 % à cours de change constants), dépassant les attentes et rattrapant peu à peu AWS, celle de son concurrent Amazon. Pendant la pandémie, les entreprises ont massivement investi pour faciliter de nouvelles formes de collaboration. Le nombre de nouveaux contrats Azure valant 100 millions de dollars

et plus a doublé. La marge bénéficiaire brute d'Azure a légèrement diminué (de 71 à 70 % sur un an). Le CA total du *cloud* (Azure, Office 365, LinkedIn et Dynamics 365) a augmenté de 32 %, à 23,4 milliards de dollars, soit 47 % du CA du groupe. LinkedIn a progressé de 34 % grâce à la hausse des recettes publicitaires et à l'augmentation du nombre d'offres d'emploi (Talent Solutions).

Le marché des PC ralentit: selon Gartner, les ventes ont diminué de 6,8 % au 1^{er} trimestre de 2022. La division Windows OEM a tout de même connu une croissance de 11 %. Les jeux ont également fait moins belle figure (+4 % pour les services d'abonnement). Avec Activision, Microsoft renforcera considérablement sa position dans ce segment. Les ventes de la console de jeu Xbox ont progressé de 14 %. Le bénéfice d'exploitation (Ebit) du groupe a augmenté de 19 %, à 20,4 milliards de dollars, soit une marge de

MICROSOFT



Cours : 284,75 dollars

Ticker : MSFT US

Code ISIN : US5949181045

Marché : Nasdaq

Capit. boursière : 2.050 milliards USD

C/B 2021 : 35,5

C/B attendu 2022 : 30,5

Perf. cours sur 12 mois : +3%

Perf. cours depuis le 01/01 : -19%

Rendement du dividende : 0,9%

41,3 % (+1,5 %). Microsoft a généré un bénéfice net de 16,7 milliards de dollars (2,22 dollars par action), en hausse de 9 % sur un an (2,19 dollars attendus), et disposait de 104,7 milliards de

dollars de liquidités à la fin du troisième trimestre, pour une dette à long terme (contrats de location non inclus) de 48,2 milliards de dollars. Le financement des acquisitions (récentes, mais aussi futures) est donc assuré. La trésorerie se reconstitue: au troisième trimestre, le cash-flow disponible dépassait les 20 milliards de dollars; depuis le début de l'exercice, il atteint 47,3 milliards de dollars.

Microsoft a versé 12,4 milliards de dollars à ses actionnaires entre janvier et mars (+25 % sur un an), soit 7,8 milliards de dollars en rachats d'actions et 4,6 milliards en dividendes. Le dividende, relevé en 2021, atteint désormais 2,48 dollars par an, soit, au cours actuel, un rendement d'un peu moins de 1 %.

Conclusion

C'est l'une des rares certitudes qui subsistent sur les marchés: trimestre après trimestre, Microsoft dépasse les attentes. Les perspectives des principales divisions du groupe sont aussi très favorables. L'action a toutefois perdu près de 20 % depuis janvier et pourrait se laisser entraîner dans la vague de dégagements généralisés dont fait l'objet la technologie. A 30 fois les bénéfices de l'exercice 2022 et 26 fois ceux de 2023, la valorisation est devenue plus intéressante compte tenu du taux de croissance élevé. **i**

Conseil : acheter

Risque : faible

Rating : 1A

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE
LE 2 MAI



SAINT-GOBAIN

Redevenu digne d'achat

Nous nous félicitons d'avoir jeté notre dévolu, l'an passé, alors qu'il était en pleine métamorphose, sur ce constructeur français. Nous avons empoché un appréciable bénéfice sur la revente de nos actions, dans le portefeuille modèle. Comme le montrent les résultats de l'exercice 2021, l'entreprise se porte toujours bien, et même mieux que quelques années auparavant, surtout s'agissant de la rentabilité. L'action s'est appréciée le jour de la publication, mais sa performance sur ces derniers mois a été décevante, le marché craignant que la guerre en Ukraine n'ait des répercussions sur le secteur.

Saint-Gobain profitera de la vague de rénovations initiée en Europe.

En 2021, la croissance organique de son chiffre d'affaires (CA) à périmètre comparable s'est établie à 18,4 %, battant le record atteint en 2020 ; les volumes ont progressé de 11,7 % et les prix, de 6,7 %. Le CA s'est accru considérablement dans toutes les régions. Le CA publié a augmenté de 15,8 % (de 38,13 à 44,16 milliards d'euros). Comme la base de comparaison, une année 2020 marquée par l'éclatement de la pandémie, est favorable au groupe, nous avons jugé plus utile de comparer les résultats à ceux de 2019 : même par rapport à cet exercice, Saint-Gobain a

vu son CA progresser (de 3,7 %, de 42,57 à 44,16 milliards d'euros, et croissance organique de 13,8 %, grâce entre autres à la hausse de 6,1 % des volumes). En moyenne, la croissance organique s'est élevée à 6,9 % en 2019-2020, au-delà des 3 à 5 % que vise le groupe à long terme. Nous avons épinglé la jolie croissance organique du CA en 2020, et le potentiel de hausse du bénéfice, et donc de la rentabilité, de Saint-Gobain ; en un an, le cash-flow opérationnel (Ebitda) a fait un bond de 40,5 % (de 4,41 à 6,20 milliards d'euros), et par rapport à l'année « normale » 2019, il a augmenté de 27,4 % (de 4,87 à 6,20 milliards). Le CA ayant progressé moins rapidement que l'Ebitda, la marge d'Ebitda s'est hissée de 11,6 % en 2020 à 14 %, un niveau record, en 2021. En 2019, elle était de 11,4 %.

Quant au cash-flow disponible, il est, à 2,90 milliards d'euros, à nouveau abondant, quoique légèrement moindre qu'en 2020 (-4,6 %), année

SAINT-GOBAIN



Cours : 54,49 euros

Ticker : SGO FP

Code ISIN : FR0000125007

Marché : Paris

Capit. boursière : 27,58 milliards EUR

C/B 2021 : 11,5

C/B attendu 2022 : 10

Perf. cours sur 1 an : +8 %

Perf. cours depuis le 01/01 : -10 %

Rendement du dividende : 30 %

record sur ce plan ; il est en revanche supérieur de 56,4 % à celui de 2019 (1,86 milliard). Le programme Transform & Grow qu'a concocté la direction pour notamment améliorer la rentabilité du groupe tient ses promesses.



A 5,35 euros, le bénéfice récurrent par action a presque doublé (+95,3 %) par rapport à celui de 2020 (2,74 euros) et a bien progressé aussi (+51,6 %) par rapport à celui de 2019 (3,53 euros). Rappelons que dans le cadre du pacte vert pour l'Europe, la Commission européenne prévoit une enveloppe annuelle de 185 milliards d'euros jusqu'à 2030 pour améliorer la performance énergétique des bâtiments. Le groupe français profitera de cette vague de rénovations. Pour l'exercice 2022, la direction s'attendait à une nouvelle hausse du bénéfice d'exploitation à cours de change constants. La guerre en Ukraine ayant éclaté dans l'intervalle, un ralentissement de la croissance n'est pas à exclure.

Conclusion

L'action s'étant affaiblie ces derniers mois, elle est à nos yeux à nouveau digne d'achat. Elle est dès lors susceptible de réintégrer le portefeuille modèle. Par ailleurs, elle profitera, outre du dynamisme de l'équipe dirigeante entrée en fonction en 2019, de la vague de rénovations initiée en Europe. Dans cette perspective, elle est faiblement valorisée, à 10 fois le bénéfice attendu en 2022, à 1,2 fois la valeur comptable et à moins de 6 fois le ratio escompté entre la valeur de l'entreprise (EV) et l'Ebitda. **t**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE
LE 29 AVRIL

SIPEF

De nouveaux records en perspective

Comme prévu, le groupe anversoïsois a vu sa production d'huile de palme baisser au 1^{er} trimestre. A 85.226 tonnes, elle est de 7 % inférieure à celle de la même période en 2021 (91.632 tonnes). L'année d'avant, SIPEF avait extrait 78.533 tonnes d'huile. Le groupe a récolté moins de fruits sur ses propres plantations (-6,2 %, à 308.876 tonnes) que l'année dernière, et en a acheté plus (+1,7 %, à 67.752 tonnes).

L'action SIPEF va sûrement tenter de pulvériser son sommet historique, cette année.

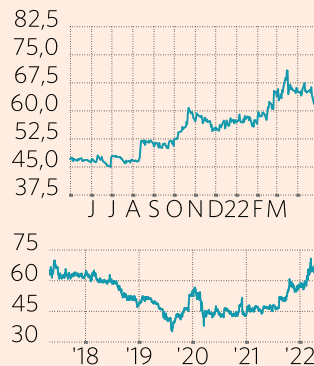
En Indonésie, Tolan Tiga (-6,9 %, à 62.011 tonnes) et UMW (-11,3 %, à 47.252 tonnes), plantations qui appartiennent à SIPEF, ne se sont toujours pas remises de la sécheresse de 2019. A Agro Muko, la production de fruits a reculé de 21,5 %, à 75.100 tonnes, tandis que dans le sud de Sumatra elle progressait de 33,9 %, à 31.274 tonnes, grâce aux jeunes plantations de Musi Rawas (+41,9 %) et à Dendymarker (+0,9 %). En Indonésie, porté principalement par les plantations du sud de Sumatra (+170 points de base, à 23,1 %), le taux d'extraction, soit la quantité d'huile extraite d'une tonne de fruits, a augmenté de 110 points de base, à 23,7 %.

En Papouasie-Nouvelle-Guinée (PNG), les plantations du groupe ont continué



PG

SIPEF



Cours : 63,70 euros
Ticker : SIP BB
Code ISIN : BE0003898187
Marché : Euronext Bruxelles
Capit. boursière : 673,9 millions EUR
C/B 2021 : 7,5
C/B attendu 2022 : 7,5
Perf. cours sur 12 mois : +36 %
Perf. cours depuis le 01/01 : +11 %
Rendement du dividende : 3,1 %

à être performantes : la production de fruits de palme s'est accrue de 3,3 %, à 93.239 tonnes. Seules 55.239 tonnes de fruits ont été achetées (-5,1 %). Même s'il a diminué de 10 points de base, le taux d'extraction est

resté très élevé, à 25,3 %, de sorte que la production d'huile n'a reculé que de 0,2 %, à 37.625 tonnes. La PNG a contribué à hauteur de pas moins de 44,1 % à la production du groupe au 1^{er} trimestre ; elle n'est pas concernée par le relèvement des taxes à l'exportation du 18 mars en Indonésie.

La direction s'attend à ce que le trimestre en cours soit meilleur et vise pour 2022 une croissance d'au moins 4 % de la production par rapport à l'exercice précédent (384.178 tonnes) ; pour la première fois, elle pourrait dépasser les 400.000 tonnes. Mais il y a une bien meilleure nouvelle encore : le cours de l'huile de palme évolue à la hausse. Alors qu'en raison d'une récolte de soja décevante en Amérique latine, les prix de toutes les huiles étaient déjà tendus au début de cette année, la guerre en Ukraine a encore aggravé la situation, les huiles de tournesol russe et ukrainienne n'étant plus exportées. Le prix moyen de l'huile de palme a grimpé à

1.564 dollars (USD) la tonne au 1^{er} trimestre, contre 1.081 USD à la même période en 2021 et 1.195 USD sur l'intégralité de 2021. SIPEF a vendu 44 % de la production attendue cette année, au prix moyen de 1.378 USD la tonne ; à la même époque l'année dernière, c'était 47 %, à 899 USD la tonne. Selon nous, SIPEF signera une nouvelle année record (bénéfice net récurrent de 2021 : 82,7 millions USD).

En mars, le groupe a acquis, pour la modique somme de 5,5 millions USD, les 5 % d'Agro Muko qu'il ne détenait pas encore ; en 2017, il avait déboursé environ trois fois plus (14.594 USD) par hectare planté (144,1 millions USD au total), pour accroître sa part (+47,71 %). SIPEF a réduit sa dette nette de 151,2 à 49,2 millions d'euros en 2021. En juillet, il a versé un dividende brut record de deux euros par action.

Conclusion

L'action a perdu 10 % de sa valeur depuis la mi-mars, quand l'Indonésie a relevé ses taxes à l'exportation. Et pourtant, il y a fort à parier que le groupe signera une nouvelle année record. L'huile de palme est non seulement la plus consommée des huiles végétales, mais aussi la plus rentable. Le titre va sûrement tenter de pulvériser son plus haut (73,87 EUR, atteint début 2011), cette année. **i**

Conseil : acheter
Risque : moyen
Rating : 1B

PARU SUR INITIEDELABOURSE.BE
LE 2 MAI

MELEXIS



Conseil : acheter
Risque : faible
Rating : 1A
Cours : 80,75 euros
Ticker : MELE BB
Code ISIN : BE0165385973

Le fabricant de puces a achevé le 1^{er} trimestre sur un chiffre d'affaires (CA) de 184 millions d'euros (+18 %), un bénéfice opérationnel de 49,9 millions (+44 %) et un bénéfice net de 48,6 millions, soit 1,20 euro par action. Il

visait pour le trimestre en cours un CA de 200 millions et a relevé ses prévisions pour l'exercice : son CA devrait augmenter de 18-23 % (12-17 % estimé précédemment) et sa marge brute, de 45 % (42 %). Le groupe parvient à répercuter les augmentations de prix sur ses acheteurs et dispose d'un éventail de produits judicieusement conçu. L'action a gagné 4,8 % à l'annonce des résultats.

META PLATFORMS



Conseil : conserver/attendre
Risque : moyen
Rating : 2B
Cours : 205,73 dollars
Ticker : FB US
Code ISIN : US30303M1027

Meta Platforms (Facebook, Instagram, WhatsApp, entre autres) a clos le trimestre sur des résultats meilleurs que prévu. Son CA a atteint 27,91 milliards de dollars (+7 %) et son bénéfice, 7,46 milliards (par action :

2,72 dollars). Plus important encore : le groupe recommence à attirer de nouveaux utilisateurs (+4 %, à 1,96 milliard d'utilisateurs quotidiens pour Facebook, p. ex.). La nouvelle a été bien accueillie par les investisseurs, puisque le cours s'est envolé d'un bon 17 %. Souvenons-nous toutefois qu'il avait été divisé par plus de deux depuis le sommet atteint au mois de septembre dernier.

TWITTER



Conseil : conserver/attendre
Risque : moyen
Rating : 2B
Cours : 49,27 dollars
Ticker : TWTR US
Code ISIN : US90184L1026

Le réseau social a accepté l'offre d'Elon Musk et consorts. Au prix convenu de 54,50 dollars par action, la transaction valorise la plateforme à 46,5 milliards de dollars. Elon Musk s'est engagé à

apporter 33,5 milliards de dollars, dont 21 milliards de fonds propres et 12,5 milliards de capitaux empruntés, pour lesquels ses propres actions Tesla serviront de garantie. Le cours de Twitter étant inférieur de plus de 10 % au prix de rachat convenu, d'aucuns pensent que le milliardaire pourrait décider d'annuler l'opération. Le titre Tesla a pour sa part chuté d'environ 20 %.

UMICORE



Conseil : conserver/attendre
Risque : moyen
Rating : 2B
Cours : 36,90 euros
Ticker : UMI BB
Code ISIN : BE0974320526

Le groupe métallurgique belge a conclu avec Automotive Cells Company un important contrat de fourniture de cathodes à haute teneur en nickel utilisées dans les batteries des voi-

tures électriques. Automotive Cells Company est une co-entreprise entre Stellantis, Mercedes-Benz et TotalEnergies. L'accord porte sur une obligation d'achat initiale de 16 gigawattheures (GWh) par an. Les premiers volumes commerciaux sont attendus pour le début de 2024. L'objectif est de faire passer à 46 GWh au moins d'ici à 2030. Le cours de l'action a bondi de 6,8 %.

OPTIONS

La qualité toujours au rendez-vous chez ASML

Même les rares actions de grande qualité, un groupe sélect dont fait partie ASML, ne sont pas épargnées par la sinistrose boursière. Bien sûr, la hausse des taux d'intérêt y participe – mais qui ne l'avait pas anticipée? La crainte de résultats décevants alimente aussi le pessimisme, mais ASML n'est pas concernée, dans la mesure où ses dernières annonces en date étaient très positives; le groupe est rentable et son chiffre d'affaires devrait augmenter de 20 % cette année, puis de 11 % par an d'ici 2030. Les chiffres réels pourraient même être plus élevés, puisque ASML est réputé

pour la prudence de ses prévisions. Nous pourrions continuer cette liste élogieuse, mais le fait est que l'action ASML a perdu 20 % en six mois, faisant partir en fumée tous les gains acquis en un an. Les investisseurs qui ont profité tardivement de cette hausse ont tout perdu, mais ceux qui plébiscitent le titre depuis longtemps savent que sur 10 ans, le cours a gagné plus de 1.300 %; et rien que sur les deux dernières années, l'action a progressé de 100 %. Une telle performance n'est pas le fruit du hasard. Les bénéfices seront suffisants, dans un avenir proche, pour justifier la prise de positions à la hausse dès maintenant.

Emission du put ASML mars 2023 au prix d'ex. de 650 EUR à 158,11 EUR

Le pessimisme ambiant a rendu très onéreuses les options de vente. Pour ce contrat, la prime de 158,11 euros sera définitivement acquise si le cours de l'action atteint ou dépasse 650 euros d'ici au 17 mars 2023. Si ce n'est pas le cas, cette action ne nous aura coûté "que" (650 - 158,11) 491,89 euros.

Achat du call ASML décembre 2022 au prix d'ex. de 600 EUR à 37,21 EUR

Ce contrat nous laisse

jusqu'au 16 décembre 2022 pour voir peut-être le cours de l'action remonter considérablement. S'il franchit la résistance à 589 euros, il atteindra aisément 640 euros, auquel cas le contrat aurait une valeur intrinsèque de (640 - 600) 40 euros; compte tenu de la prime de 37,21 euros payée, le bénéfice serait toutefois modeste, à moins qu'il reste suffisamment de valeur temps jusqu'à l'échéance. Mais si le cours atteint 770 euros (comme il y a cinq mois), le bénéfice sera, à (770 - 600 - 37,21) 132,79 euros, bien supérieur.



MATIÈRES PREMIÈRES

Acheter sucre et café

Le café et le sucre se sont très bien comportés l'an passé, mais les investisseurs prennent désormais leurs bénéfices.

Café: craintes pour la consommation

Le cours du café a bondi de 75 % en 2021. Le mouvement s'est arrêté à 2,6 dollars la livre en février, un montant toujours bien inférieur au record (3 dollars) atteint en 2011. Premier fournisseur d'arabica, le Brésil a subi sa pire sécheresse depuis au moins 100 ans, ainsi que plusieurs périodes de gel; la production y a donc chuté de 36 %. Elle devrait s'améliorer

cette année, mais les exportations ne renoueront toujours pas avec leurs niveaux d'antan. En Colombie, deuxième fournisseur d'arabica, la production est restée inférieure à la normale. Le stock mondial d'arabica est par conséquent tombé, début 2022, à son niveau le plus bas en 22 ans. Certes parti d'un plancher historique, le réal a gagné 15 % face au dollar au 1^{er} trimestre, or un réal fort soutient le prix du café. Sa progression ralentit ceci dit légèrement depuis quelques semaines. Le marché craint en outre un recul de la demande, en raison des menaces crois-

santes de récession. Le café se négocie dès lors 15 % en deçà de son sommet de février. Acheter sous les 2 dollars.

Sucre: nouveau déficit en 2022

Porté par la météo en Amérique du Sud et par l'évolution du réal, le sucre s'est enchéri de 36 % en 2021, et a poursuivi sur sa lancée au cours des premiers mois de 2022. Il n'avait pas été aussi onéreux depuis 2016. Son cours est très corrélé à celui du pétrole puisque plus l'or noir est cher, plus les volumes de sucre brut transformé en éthanol (biocarbu-

rant) sont élevés – au détriment des quantités de sucre raffiné disponibles.

Le prix du sucre est récemment passé sous la barre des 19 cents la livre, en raison du tassement du réal, de la baisse du prix du pétrole et du relèvement, par le ministère de l'agriculture, du chiffre de la récolte prévisionnelle pour cette année. Les exportations augmenteront également en glissement annuel. L'Inde, deuxième producteur, et la Thaïlande, deuxième exportateur, devraient elles aussi récolter davantage en 2022. L'Organisation internationale du sucre prévoit toujours un déficit de l'offre, mais dans une mesure moindre qu'en 2021. Chaque correction significative du cours est donc l'occasion d'acquiescer de nouvelles positions.

Regain de tension

La combinaison d'une réunion «historique» de la banque centrale américaine, qui pourrait décider de relever ses taux directeurs de 0,50 % pour la première fois depuis 2000, d'une guerre insensée en Ukraine et de confinements de plus en plus nombreux en Chine, rend nerveux les investisseurs. Pour les marchés, le printemps a été beaucoup plus volatil que prévu, mais le 2^e semestre est toujours aussi prometteur.

Just Eat Takeaway.com: moins de pertes

Dans sa mise à jour trimestrielle, Just Eat Takeaway.com (JET) se fait de plus en plus explicite sur ses intentions à propos de GrubHub (GH), la société américaine de livraison de repas acquise l'an dernier. On disait à l'époque que l'intégration irait de soi. Mais le marché n'y a pas cru et l'action est depuis passée d'un sommet à plus de 100 euros à moins de 30 euros aujourd'hui. Compte tenu de cela, la direction a cessé de s'opposer

farouchement à la proposition de l'activiste Cat Rock de se défaire de GH, allant même désormais jusqu'à envisager la vente totale ou partielle de cette branche. Avec suffisamment de patience, l'aventure aurait pu aboutir – après tout, le groupe avait bien intégré Just Eat –, mais il fallait tenir compte du mécontentement des investisseurs. Indépendamment de ces déboires américains, il convient de rappeler que JET est toujours numéro 1 sur de grands marchés tels que le Royaume-Uni, l'Allemagne, le Canada, la Pologne, les Pays-Bas, etc. Les résultats traduisent un nouveau ralentissement de la croissance et une amélioration de la rentabilité. Les commandes et la valeur des transactions avaient progressivement gagné plusieurs dizaines de pour cent... jusqu'au 1^{er} trimestre de cette année, où les volumes ont diminué de 1 % en glissement annuel, tandis que la valeur des achats augmentait de 4 % seulement.

Entamé au 4^e trimestre de 2021, le ralentissement de la croissance s'explique principalement par l'emballage provoqué fin 2020 - début 2021 par les confinements. Comme d'autres grands gagnants de la crise sanitaire, JET avait enregistré à l'époque une croissance fulgurante que dans des circonstances normales, il aurait mis beaucoup plus de temps à digérer, ce dont la croissance de cette année se ressent. La direction a donc revu ses pronostics pour 2022, qui passent de plus de 10 % à moins de 10 %. Elle annonce néanmoins pour la suite une progression de 15 % par an. Elle précise que faire des prévisions est plus difficile que jadis, car la pandémie a bouleversé le rythme habituel des commandes. Sur le plan opérationnel, JET évolue dans le bon sens. Le nombre de clients récurrents est orienté à la hausse, leurs commandes mensuelles sont plus nombreuses et le ticket est plus élevé. L'entreprise étend son service de livraison de courses au Royaume-Uni, au Canada et aux Pays-Bas, entre autres. La renégocia-

JET



L'action Just Eat Takeaway.com fait l'objet d'un pessimisme exagéré.

tion de son partenariat avec McDonald's devrait lui permettre de gagner en efficacité au niveau des livraisons. Les cash-flows opérationnels prévus pour cette année ont été revus très légèrement à la hausse, mais ils ne passeront dans le vert qu'en 2023. Les actionnaires ont récemment sommé la direction de s'expliquer au sujet d'un voyage au ski organisé au profit de l'intégralité du personnel, pour un montant de 15 millions d'euros. Le cours n'avait plus été aussi bas depuis 2017, époque où l'entrée en Bourse était toute récente encore et où le chiffre d'affaires (CA) n'atteignait pas 170 millions d'euros par an; JET est aujourd'hui un acteur d'envergure mondiale, dont le CA dépasse les 5 milliards d'euros. Le pessimisme dont le titre fait l'objet est exagéré; une fois que le sentiment aura changé, son potentiel de croissance sautera aux yeux. L'action reste dans le portefeuille modèle (rating 1C). **t**

L'ACTUALITÉ DES SOCIÉTÉS COTÉES

Valeurs de base

- **7C Solarparken** : la flambée des prix du gaz fait repasser au-dessus des 200 euros par MWh les prix spot de l'électricité.
- **D'Ieteren** : émet des prévisions à moyen terme plus qu'encourageantes. Plus dans un prochain numéro.
- **Euronav** : a vendu le Suezmax Bari, pour 21,5 millions de dollars (plus-value de 6,5 millions de dollars environ). Renouvelle sa flotte de VLCC.

- **EVS** : a signé un important contrat avec Fox Sports, aux Etats-Unis.
- **Melexis** : a achevé le trimestre sur un CA et un bénéfice supérieurs à ses propres prévisions. La direction annonce que le CA du 2^e trimestre dépassera le consensus (*lire également en p. 114*). Analyse dans le prochain numéro.
- **Telenet** : a démarré 2022 timidement, mais maintient ses prévisions pour l'exer-

cice. Plus dans le prochain numéro.

Or et métaux précieux

- **NexGen** : a conclu un accord avec la population locale, ce qui le rapproche sans doute de la réalisation du projet Arrow.
- **Sprott Physical Uranium Trust** : n'a pas été autorisé à entrer sur le NYSE.

Vieillessement

- **MDxHealth** : affiche un CA en forte hausse en glissement annuel (+21%), mais limité par rapport au trimestre précédent (+2%).
- **Mithra Pharmaceuticals** : Mithra CDMO, à Flémalle, a conclu avec MedinCell un accord de collaboration portant sur le développement d'injectables contre le paludisme et le rejet de greffes.

PORTEFEUILLE

Or et métaux (34,97%)	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	Histoire
Alexco Resource Corp	CA01535P1062	1,59	1.500	USD	1,08	€1.537,00	0,85	1C	14/22
Cameco	CA13321L1085	10,08	300	USD	25,81	€7.346,30	4,06	1B	07/22
Equinox Gold	CA29446Y5020	6,38	400	USD	7,11	€2.698,29	1,49	1C	13/22
First Majestic Silver	CA32076V1031	9,50	700	USD	10,29	€6.833,97	3,78	1B	13/22
Franco-Nevada	CA3518581051	47,31	40	USD	151,16	€5.748,47	3,18	1A	12/22
NexGen Energy	CA65340P1062	5,23	400	USD	4,93	€1.870,97	1,03	1C	14/22
Pan American Silver	CA6979001089	16,04	300	USD	24,77	€7.050,28	3,90	1B	10/22
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,99	1.000	USD	7,41	€7.030,36	3,89	1B	09/22
Sprott Physical UraniumTrust	CA85210A1049	11,36	800	CAD	16,90	€10.070,01	5,57	1B	14/22
VanEck Vectors Gold Miners	IE00BQQP9F84	28,54	300	EUR	36,47	€10.939,50	6,05	1A	09/22
Wheaton Precious Metals	CA9628791027	49,80	50	USD	44,86	€2.149,04	1,19	1B	12/22
Valeurs de base/trackers (45,42%)									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,65	500	EUR	4,45	€2.312,50	1,28	2A	16/22
AB InBev	BE0974293251	49,22	70	EUR	55,40	€3.934,00	2,17	1B	10/22
Ackermans & Van Haaren	BE0003764785	142,25	15	EUR	170,40	€2.556,00	1,41	1A	11/22
Adidas	DE000A1EWWW0	171,32	10	EUR	188,24	€1.945,68	1,08	1A	13/22
Ageas	BE0974264930	41,45	80	EUR	45,88	€3.670,40	2,03	1B	09/22
Alibaba Group	US01609W1027	151,68	35	USD	97,09	€3.224,05	1,78	1B	12/22
ArcelorMittal	LU1598757687	24,70	100	EUR	28,11	€2.867,88	1,59	1B	07/22
ASML Holding	NL0010273215	529,16	5	EUR	548,00	€2.740,00	1,51	1A	17/22
Balta Group	BE0974314461	2,60	800	EUR	3,22	€2.576,00	1,42	1C	11/22
Barco	BE0974362940	18,32	160	EUR	21,64	€3.622,28	2,00	1A	18/22
Compagnie des Alpes	FR0000053324	14,05	200	EUR	14,76	€2.952,00	1,63	1C	03/22
Deceuninck	BE0003789063	1,58	1.000	EUR	2,68	€2.680,00	1,48	1B	10/22
D'leteren	BE0974259880	79,54	25	EUR	155,00	€3.875,00	2,14	1A	12/22
Euronav	BE0003816338	8,47	125	EUR	11,11	€1.395,00	0,77	2B	16/22
EVS	BE0003820371	17,88	100	EUR	21,10	€2.110,00	1,17	1B	11/22
Just Eat Takeaway	NL0012015705	50,07	90	EUR	26,30	€2.367,00	1,31	1C	18/22
KBC	BE0003565737	57,54	50	EUR	65,02	€3.251,00	1,80	1B	08/22
LVMH	FR0000121014	633,88	5	EUR	619,50	€3.082,55	1,70	1A	17/22
Melexis	BE0165385973	80,22	30	EUR	82,95	€2.488,50	1,38	1A	18/22
Microsoft	US5949181045	273,32	10	USD	277,52	€2.633,02	1,46	1A	18/22
Ontex	BE0974276082	9,63	500	EUR	6,60	€3.300,00	1,82	1B	10/22
Prosus	NL0013654783	79,22	70	EUR	46,59	€3.261,30	1,80	1B	13/22
Samsung Electronics	US7960508882	1.502,00	2	USD	1.328,50	€2.520,87	1,39	1A	17/22
Sipef	BE0003898187	51,39	40	EUR	64,80	€2.703,00	1,49	1B	18/22
Sofina	BE0003717312	340,18	8	EUR	294,00	€2.352,00	1,30	1B	04/22
Solvay	BE0003470755	81,29	20	EUR	90,56	€1.781,30	0,98	1B	12/22
Telenet	BE0003826436	30,50	75	EUR	28,30	€2.122,50	1,17	1B	08/22
Tessenderlo	BE0003555639	32,11	80	EUR	33,45	€2.676,00	1,48	1B	14/22
UMG	NL0015000IY2	17,82	100	EUR	22,29	€2.228,50	1,23	1B	13/22
Volkswagen	DE0007664039	172,41	20	EUR	147,34	€2.949,20	1,63	1A	09/22
Vieillessement (16,99%)									
Argenx	NL0010832176	13,25	40	EUR	273,90	€10.956,00	6,06	1B	11/22
Biocartis	BE0974281132	6,58	800	EUR	2,08	€1.668,00	0,92	1C	18/22
Hyloris	BE0974363955	15,00	150	EUR	16,52	€2.478,00	1,37	1C	15/22
Inventiva	FR0013233012	9,98	300	EUR	9,27	€2.781,00	1,54	1C	18/22
MdxHealth	BE0003844611	2,20	2.000	EUR	0,78	€1.552,00	0,86	1C	13/22
Mithra Pharmaceuticals	BE0974283153	11,86	200	EUR	9,32	€1.854,05	1,02	1C	17/22
Oxurion	BE0003846632	3,72	1.250	EUR	1,01	€1.247,55	0,69	1C	17/22
Sequana Medical	BE0974340722	6,52	750	EUR	6,60	€4.950,00	2,74	1C	14/22
UCB	BE0003739530	75,88	30	EUR	108,40	€3.252,00	1,80	1A	10/22

1 acheter 2 conserver 3 vendre A risque faible B risque moyen C risque élevé

Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
177.677,58	(98,5%)	2601,44	(1,5%)	180.279,02	(100%)

Comparaison des performances

	Depuis le 1/1/2022	Depuis le 1/1/2022
Initié de la Bourse	+0,9%	Bel 20 -5,3%
Euro Stoxx 50	-11,5%	MSCI World -5,4%

Ordres

Achat :-
Vente :-

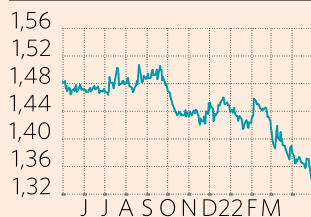
Regain de volatilité sur le marché obligataire

Depuis le début de l'année, la volatilité a fortement augmenté sur les marchés des actions, mais aussi sur celui des obligations. Même si cela relèvera de la gageure vu la baisse des rendements et le peu d'alternatives, il faudra bien tenir compte de ce phénomène ces prochains mois. Le terme de volatilité, qui désigne la fluctuation des cours, est plus souvent associé aux actions qu'aux obligations, des titres considérés comme plus stables, et par conséquent plus défensifs. Un revirement semble toutefois s'amorcer. Les taux d'intérêt à 10 ans ont augmenté d'environ 0,85 point de pourcentage dans la zone euro depuis janvier ; c'est peu par rapport aux actions, qui gagnent ou perdent parfois plus de 2 % sur une seule séance, mais il est intéressant

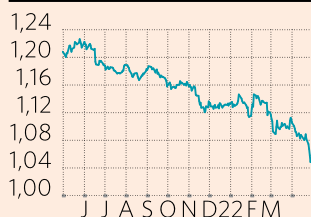
de noter que l'indice mesurant la volatilité des obligations se situe aujourd'hui à un niveau deux fois plus élevé que l'année dernière. Or, une volatilité accrue implique un risque plus élevé ; les investisseurs obligataires doivent donc rester sur leurs gardes.

La hausse de l'inflation joue, bien sûr, un rôle clé dans la hausse des taux d'intérêt. Si nous étions, jusqu'à quelques semaines de cela, convaincus que la hausse des prix était temporaire et se résorberait avec la normalisation des cours des matières premières, force est de constater que la guerre en Ukraine a changé la donne. Personne ne sait quel cours elle prendra, mais elle tire incontestablement à la hausse les prix. La banque centrale américaine (Fed) a déjà relevé les taux d'intérêt à court terme pour

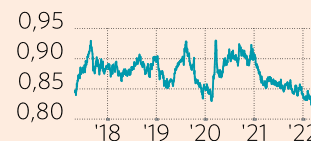
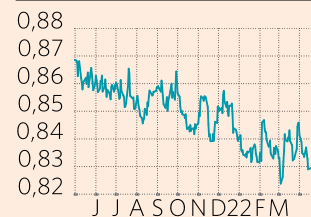
EURCAD



EURUSD



EURGBP






la première fois il y a quelques semaines. Les prévisions d'inflation ont également été revues à la hausse, si bien que la Fed est susceptible de donner plusieurs tours de vis encore cette année. Les taux longs augmentent ainsi partout dans le monde.

Echéances courtes

Le taux d'intérêt des titres du Trésor américain est actuellement de 2,88 % – une rémunération intéressante à première vue, mais qui masque un taux réel négatif de 5,66 %

LA SÉLECTION D'OBLIGATIONS DE L'INITIÉ

DEVISE	EMETTEUR	COUPON	ECHÉANCE	COURS	RENDEMENT	COUPURE	RATING
EUR	Ghelamco	4,80 %	20/11/24	99,95	4,80 %	100.000	NR
EUR	Air France-Klm	3,875 %	01/07/26	90,92	6,42 %	100.000	NR
EUR	VGP 	1,625 %	17/01/27	90,46	3,84 %	1.000	NR
USD	Ecopetrol	4,625 %	02/11/31	85,37	6,73 %	1.000	BB+
USD	Brookfield Ppty	4,50 %	01/04/27	93,01	6,16 %	2.000	BB+
USD	Micron Techn. 	2,703 %	15/04/32	84,75	4,77 %	1.000	BBB-
GBP	La Financiere Atalian	6,625 %	15/05/25	85,74	12,4 %	100.000	B
NOK	Norwegian Govern.	1,75 %	06/09/29	100,5	1,29 %	1.000	AAA
SEK	BEI	1,75 %	12/11/26	107,4	0,38 %	10.000	AAA
CAD	Daimler Canada	1,65 %	22/09/25	92,60	4,00 %	1.000	BBB+
AUD	Ford Motor	3,683 %	03/12/24	96,70	5,05 %	2.000	BB+
NZD	Deutsche Bank	4,00 %	25/08/23	106,3	1,23 %	2.000	BBB-
ZAR	BIRD	7,50 %	17/05/23	101,2	6,25 %	10.000	AAA
TRY	BERD	13,0 %	19/01/24	76,62	32,4 %	1.000	AAA
BRL	IFC	6,75 %	27/08/24	90,79	11,4 %	5.000	AAA
PLN	BEI	2,75 %	25/08/26	108,5	1,09 %	1.000	AAA

 = obligation ESG

COURS DE CHANGE

COURS DE CHANGE	NIVEAU	PERF. SUR 1AN
EUR/USD	1,0672	-11,14%
EUR/GBP	0,8415	-3,06%
EUR/NOK	9,8009	-2,35%
EUR/SEK	10,393	+2,61%
EUR/CAD	1,3634	-9,22%
EUR/AUD	1,4846	-4,79%
EUR/NZD	1,6121	-3,99%
EUR/ZAR	16,782	-2,37%
EUR/TRY	15,800	+58,36%

si l'on tient compte de l'inflation (8,54 %). Le cours des obligations existantes à coupon fixe baisse presque chaque jour (voir la *Sélection d'obligations de l'Initié*). Plus l'échéance résiduelle d'une obligation est longue, plus l'effet de la hausse des taux d'intérêt est important. C'est pourquoi nous avons souvent conseillé aux investisseurs actifs de maintenir l'échéance moyenne du portefeuille aussi faible que possible; le conseil ne vaut bien sûr pas pour ceux qui détiennent leurs titres jusqu'à l'échéance et reçoivent généralement 100 % de la valeur nominale. Tout portefeuille équilibré contient des obligations et des actions. Toutefois, avec la hausse marquée de la volatilité des titres à revenu fixe, de nombreux portefeuilles perdent progressivement cet équilibre et voient leur risque croître automatiquement. En outre, la baisse des rendements obligataires pousse de nombreux investisseurs à prendre encore plus de risques, en privilégiant les obligations d'entreprises plutôt que les emprunts d'Etat. Le risque, modeste pour les débiteurs de qualité, augmente si l'on opte pour du haut rendement. Or, la qualité de crédit des obligations

émises par les entreprises s'est considérablement détériorée ces derniers mois, et les risques ont augmenté à l'avenant.

Diversification

Malgré ces considérations, il nous semble que le plus judicieux en période de turbulences est d'avoir un portefeuille investi à la fois en obligations et en actions,

En période de turbulences, il convient de trouver le bon dosage entre les obligations et les actions, au sein du portefeuille.

mais de trouver le bon dosage entre les deux. Nous en avons déjà fait le constat début 2020: un indice composé à 75 % d'actions (FTSE World) et à 25 % d'obligations (Bloomberg Barclays Eur Agg) avait alors perdu 15 %, contre 20 % pour l'indice phare des actions. Bien sûr, la situation peut changer, mais le manque d'alternatives se fait sentir. L'or peut jouer un rôle, mais les métaux précieux ne versent pas d'intérêts et ne peuvent

donc pas remplacer les obligations. L'immobilier est, dans certains cas, un complément rentable, mais l'achat et la vente sont compliqués.

L'immobilier papier peut être une parade, mais une action immobilière ou une SIR s'apparente en définitive plus à une action qu'à un bien immobilier.

Même dans un marché très volatil, les obligations sont intéressantes. Sur le plan de la diversification, elles permettent de jouer à l'infini sur l'allocation à différents pays, thèmes ou segments. Les obligations protègent en outre toujours contre les pertes sur les positions en actions. Mais plus que jamais, une gestion rigoureuse sera essentielle pour arbitrer correctement les différentes échéances, devises et les types d'obligations. Le marché obligataire est de plus en plus corrélé au marché des actions et les erreurs de gestion seront sanctionnées plus rapidement qu'auparavant. De surcroît, la forte volatilité ne facilite pas la tâche des investisseurs. Plus que jamais, de leur capacité à éviter les écueils et à saisir les opportunités dépendront leurs gains.

Ne pas céder à la panique

Et depuis peu, les opportunités ne manquent pas; avec la pandémie, des dégagements indiscriminés ont souvent lieu, ce qui permet de faire de bonnes affaires. De nombreuses obligations de bonne qualité se sont vendues sous leur valeur nominale.

D'autres occasions encore se présenteront bientôt. Alors que les cow-boys fuient le terrain, les investisseurs qui savent garder une vue d'ensemble peuvent acheter à des prix avantageux les meilleurs titres – souvent ceux d'entreprises dont la notation est tombée sous *investment grade*, mais dont les perspectives financières se sont améliorées (les “anges déchus”). Les experts de Pictet Asset Management affirment d'ailleurs que si de nouvelles vagues de forte volatilité sont inévitables ces prochaines semaines, il serait peu judicieux de liquider ses positions obligataires. **1**

EN VEDETTE

Une série de nouvelles dégradations

Faisant suite à une longue série de dégradations dans le secteur de l'immobilier résidentiel chinois, Fitch Ratings a abaissé de B+ à B la note du constructeur KWG Group, en raison de la diminution de ses liquidités, et à C (risque substantiel) celle de Redco Properties.

Avançant un risque de défaut de paiement élevé après l'annonce de résultats d'exploitation décevants, Fitch a aussi abaissé la note de DTEK Energy BV, qui produit notamment en Ukraine de l'électricité dans des centrales solaires, éoliennes et thermiques. Les perturbations

opérationnelles liées à la guerre déclarée par la Russie pèsent sur la trésorerie de la société basée aux Pays-Bas. Guacolda Energia, un producteur d'énergie chilien, connaît également des difficultés financières, si bien que Fitch a dégradé sa note de CCC+ (mauvais) à CCC- (très mauvais). La société SriLankan Airlines a

elle aussi essuyé une nette dégradation: ses obligations en USD assorties d'un coupon de 7% et arrivant à échéance le 25 juin 2024 sont notées C. Toutefois, le remboursement du prêt est garanti par le gouvernement. Aujourd'hui, ces emprunts ne coûtent que 37% de leur valeur nominale, ce qui porte le rendement à 75%. Qui ose se lancer ?

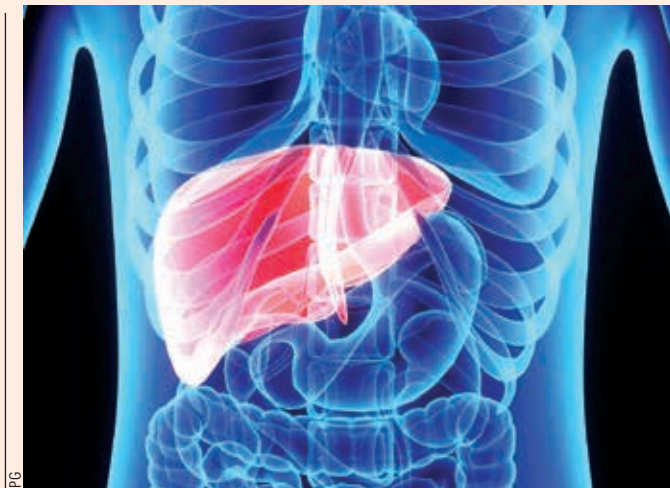
Inventiva: le potentiel de son lanifibranor demeure énorme

Inventiva n'a pas échappé au récent dévissage des entreprises de biotechnologie. Que peut-on en attendre ?

La biotech française a fait une percée cruciale en 2020 lorsqu'elle a atteint, dans l'étude de phase IIb, deux critères d'évaluation primaire pour son produit phare, le lanifibranor, chez des patients atteints de stéatose hépatique non alcoolique (NASH), ouvrant la voie à une approbation accélérée par les agences du médicament américaine (FDA) et européenne (EMA). La perspective que l'entreprise commercialise un médicament pour cette maladie pour l'heure incurable, un marché estimé à 30 milliards de dollars en 2030, nous a incités à intégrer l'action dans le portefeuille modèle.

Hélas, Inventiva n'a pas conclu de partenariat avec un grand laboratoire pharmaceutique en 2021. Ses fondateurs, Frédéric Cren et Pierre Broqua (23,2 % des parts ensemble), sont prêts à financer l'intégralité de l'étude de phase III (100 à 300 millions d'euros), dont les premiers résultats sont attendus en 2024; s'ils sont concluants, une demande d'autorisation provisoire pourra être déposée aux Etats-Unis et en Europe.

Avec ses liquidités actuelles (94,1 millions d'euros



fin 2021), la biotech peut poursuivre le développement de son pipeline jusqu'au 1^{er} trimestre de 2023. Elle reste ouverte à un accord global ou ciblant une région spécifique (Asie). Elle envisage l'émission d'actions, des emprunts et des accords de royalties.

Les résultats de l'étude de phase II menée sur des patients souffrant d'un diabète de type 2 et d'une NAFLD (précurseur de la NASH) sont attendus au 2^e semestre de 2022. Des thérapies combinées sont envisagées également: le lanifibranor et l'empaglifozine seront tous deux administrés à des patients atteints de NASH et de diabète de type 2 lors d'une étude de phase IIa qui débutera au 1^{er} semestre (résultats attendus au 2^e semestre de 2023).

En outre, son partenaire AbbVie ayant publié des don-

nées encourageantes (étude de phase Ib) sur le traitement du psoriasis en mai 2021, Inventiva a perçu un paiement d'étape de 4 millions d'euros en janvier pour lancer la phase IIb (résultats attendus au 2^e semestre de 2023).

Le titre, qui s'était longtemps maintenu au-dessus de 10 euros, n'a pas échappé à la débâcle des biotechs. Vu l'énorme potentiel du lanifibranor, nous recommandons toutefois son achat. Pour l'investisseur conscient du risque (rating 1C). **i**

DÉJÀ PARU SUR WWW.INITIEDELABOURSE.BE

- Jeudi 28/4 : Agfa-Gevaert, Biocartis, Listes des actions suivies par la rédaction de l'Initié de la Bourse
- Vendredi 29/4 : Barco, Options (ASML), Saint-Gobain
- Lundi 2/5 : Matières premières (sucre et café), Microsoft, SIPEF
- Mardi 3/5 : Avant-propos, Just Eat Takeaway.com, Question d'investissement (Inventiva)
- Mercredi 4/5 : Schlumberger, Wereldhave Belgium, Pdf du numéro 18

AGENDA

JEUDI 5 MAI

AB InBev : résultats trimestriels
Amazon : résultats trimestriels
ArcelorMittal : résultats trimestriels
argenx : résultats trimestriels
bpost : résultats trimestriels
Cameco : résultats trimestriels
First Majestic Silver : résultats trimestriels
Galapagos : résultats trimestriels
GBL : résultats trimestriels
Gold Fields : résultats trimestriels
Sibanye Stillwater : résultats trimestriels
Shell : résultats trimestriels

VENDREDI 6 MAI

Adidas : résultats trimestriels
Wheaton Precious Metals : résultats trimestriels

LUNDI 9 MAI

AngloGold : résultats trimestriels
PostNL : résultats trimestriels

MARDI 10 MAI

Agfa-Gevaert : résultats trimestriels

MERCREDI 11 MAI

Ahold Delhaize : résultats trimestriels
Harmony : résultats trimestriels
K+S : résultats trimestriels
Pan American Silver : résultats trimestriels
Equinor : résultats trimestriels
Equinox Gold : résultats trimestriels
Franco-Nevada : résultats trimestriels

INDEX DES ACTIONS

Agfa-Gevaert	108
ASML	115
Barco	109
Biocartis	110
Inventiva	120
Just Eat Takeaway.com	116
Melexis	114
Meta Platforms	114
Microsoft	111
Saint-Gobain	112
SIPEF	113
Twitter	114
Umicore	114

CHATTEZ AVEC NOUS LE JEUDI DE 12 À 13 HEURES SUR [HTTP://INITIEDELABOURSE.BE/CHAT](http://WWW.INITIEDELABOURSE.BE/CHAT)

Mis à jour quotidiennement sur www.initiedelabourse.be

Une question d'investissement ? Chaque semaine, nous traitons une question d'abonné. Vous avez une question relative à vos investissements? Envoyez-la par courriel à initiedelabourse@roularta.be et vous en lirez peut-être la réponse ici.