



SOMMAIRE

Analyses	60-61
L'impact de DeepSeek sur les semi-conducteurs néerlandais Nvidia et l'onde de choc DeepSeek	
Actions	62-69
Lotus Bakeries Melexis Xior, X-FAB ASML KPN, Bayer LVMH Südzucker, TotalEnergies Alphabet	
Question d'investissement	70
Les acteurs de l'uranium	
Obligations	71
Un impôt sur les plus-values obligataires	
Portefeuille	72-73
Schlumberger	
Le tuyau de la semaine	74
Cencora	



AVANT-PROPOS

Taxation des plus-values : tout n'est pas noir

Il n'y a pas qu'à la machine à café que l'accord de coalition du gouvernement De Wever a fait l'objet de discussions animées : les investisseurs ont aussi épluché le document et nous ont demandé de prendre position. D'habitude, nous préférons attendre les textes législatifs pour commenter les nouvelles mesures, et il faudra encore patienter un certain temps. Mais les attaques sont telles que nous devons réagir. Le principe d'une taxe sur les plus-values des actions, pudiquement qualifiée de "contribution de solidarité", constitue un changement de paradigme fondamental aux nombreuses implications. En toute honnêteté, nous avons vu venir la tempête dès l'été dernier. Le gouvernement Arizona n'aurait jamais vu le jour sans un impôt sur la fortune sous une forme ou une autre. Rapidement, il est devenu clair que

les plus-values réalisées sur les actions seraient taxées : un trophée que les socialistes flamands de Vooruit pourraient brandir pour faire digérer les décisions difficiles sur l'immigration, les pensions ou le marché du travail. A la différence des épargnants et des propriétaires immobiliers, les investisseurs en actions forment un groupe restreint qui ne bénéficie pas d'un capital de sympathie énorme dans la population ; le sacrifice était donc facile, même si la loi Cooreman-De Clercq, dans les années 80, a montré qu'un autre choix était possible, avec des conséquences très positives pour l'économie belge à l'époque. Cela fait déjà des années qu'Euronext Bruxelles est à la traîne. Le pic de l'indice Bel 20, à 4.750 points, remonte au 23 mai 2007, il y a plus de 17 ans ! Ce nouveau coup de massue, pour les investisseurs ciblant les actions belges, pourrait

encore brider son développement. La colère se conçoit.

Rendement plus élevé
Si nous comprenons ce sentiment légitime, cela ne signifie pas pour autant qu'il est temps de liquider son portefeuille d'actions sans autre forme de procès. Malgré la détérioration du traitement fiscal, nous estimons toujours qu'un investissement en actions reste intéressant, dans la mesure où sur le long terme, le rendement reste beaucoup plus élevé que pour l'épargne ou les obligations, indépendamment de la taxation des plus-values. N'oublions pas qu'aux Etats-Unis, les plus-values des actions sont taxées depuis longtemps, ce qui n'a pas empêché Wall Street de prospérer grâce à la forte croissance des bénéfices des entreprises.

Aux Etats-Unis, les plus-values des actions sont taxées depuis longtemps, ce qui n'a pas empêché Wall Street de prospérer.

Les investisseurs américains ont aussi beaucoup à nous apprendre en matière de "gestion fiscale" du portefeuille. Si les textes juridiques confirment ce qui a été annoncé, il sera possible de profiter ici aussi de l'"effet de janvier" ici aussi. Le terme désigne le rebond "anormal" des petites valeurs en janvier, lorsque les investisseurs privés qui les avaient vendues en novembre ou décembre pour réduire leurs plus-values en imputant une moins-value les rachètent. Affaire à suivre ! **1**

A PARAÎTRE PROCHAINEMENT SUR
WWW.TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE

- Galapagos
- KBC
- Schneider Electric
- SIPEF
- Umicore

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.

Semi-conducteurs : les acteurs néerlandais ne craignent pas DeepSeek



BETTY IMAGES

Les résultats annuels d'ASML ont été publiés quelques jours après la bombe DeepSeek ; dans ce contexte, ils sont plutôt à saluer. Nous les analysons en détail et faisons aussi un point sur les autres grandes entreprises néerlandaises du secteur, ASMI et Besi.

A 9,3 milliards d'euros, le chiffre d'affaires trimestriel d'ASML a augmenté de 28 % par rapport à la même période de l'année précédente. Pour l'ensemble de l'exercice 2024, il progresse de 2,6 %. Sur les trois derniers mois de l'année, ASML a engrangé 7,1 milliards d'euros de nouvelles commandes, soit le double de ce qui était attendu par les analystes (*les résultats détaillés d'ASML sont analysés p.65*).

Une croissance à deux chiffres

Malgré le choc suscité par DeepSeek, l'intelligence arti-

ficielle (IA) chinoise qui bouleverse la technologie dans son ensemble et le secteur des semi-conducteurs en particulier, ASML maintient ses prévisions à moyen terme. Les ventes totales du marché des semi-conducteurs sont estimées à plus de 1.000 milliards de dollars d'ici 2030, ce qui impliquerait un taux de croissance moyen de 9 % pour le marché entre 2025 et 2030. La direction d'ASML table quant à elle sur une croissance à deux chiffres pour les systèmes de lithographie EUV sur la période. D'ici 2030, elle espère générer un chiffre d'affaires compris entre 44 et 60 milliards d'euros, avec une marge brute de 56 à 60 %. Ces prévisions sont étayées par la demande croissante de puces avancées dans différents secteurs. Outre les modèles nécessaires pour les applications IA, le secteur automobile pourrait aussi être un débouché important :

la voiture du futur sera en effet entièrement électrique et probablement capable de rouler de manière autonome.

Davantage d'appareils intelligents

Le nombre d'appareils intelligents connectés à l'Internet va également continuer à augmenter, tout comme la demande liée aux puces pour les smartphones, les applications militaires, l'efficacité énergétique, les soins de santé et la cybersécurité, entre autres. Un chiffre d'affaires de 55 milliards d'euros d'ici 2030 semble tout à fait accessible, avec une marge brute qui pourrait s'inscrire entre 55 % et 60 %. Si ASML continue à racheter régulièrement ses propres actions dans l'intervalle, le bénéfice par action pourrait atteindre 55 euros à l'horizon 2030.

Un impact modeste

L'arrivée du chinois DeepSeek ne semble pas poser problème non plus pour les plus petits acteurs sectoriels que sont ASMI et Besi. Ces deux entreprises restent bien placées pour bénéficier des mutations technologiques en cours dans l'industrie des semi-conducteurs. Les machines d'ASMI, leader mondial du dépôt par couche atomique, devraient être déployées massivement pour les nouvelles structures de transistors, FinFet et Gate-All-Around. La forte demande pour cette technologie a déjà été confirmée par

les nombreuses entrées de commandes enregistrées au cours du troisième trimestre. ASMI devrait donc signer de nouveaux records dans les années à venir, tant pour le chiffre d'affaires que pour le bénéfice. Avec un ratio cours/bénéfice estimé à 25 pour 2026, l'action mérite d'être conservée. Besi, pour sa part, pourrait profiter d'une demande accrue pour sa technologie d'assemblage, le collage hybride, dont elle est le leader sur le marché mondial.

Les ventes totales du marché des semi-conducteurs sont estimées à plus de 1.000 milliards de dollars d'ici 2030.

Cette technologie devrait être de plus en plus utilisée par les plus grands producteurs de semi-conducteurs partout dans le monde ces prochaines années. Si l'on tient compte également du redressement escompté des marchés finaux des smartphones et des ordinateurs personnels, la société pourrait bien elle aussi marquer de nouveaux records. Par ailleurs, des rumeurs sur un possible rachat apparaissent régulièrement. Une reprise constituerait un atout supplémentaire pour l'action, compte tenu également de la capitalisation boursière de quelque 10 milliards d'euros, plutôt modeste à l'aune sectorielle.

NVIDIA

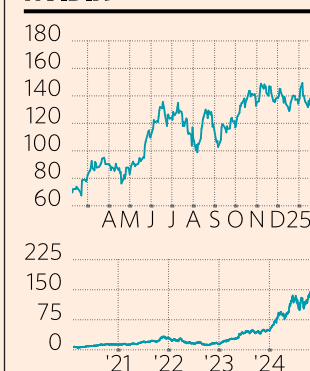
Déjà 600 milliards de dollars de capitalisation boursière partis en fumée

Nvidia a été, de loin, la plus grande victime de l'onde de choc provoquée par la start-up chinoise DeepSeek. Lors des trimestres écoulés, les fournisseurs d'infrastructures pour l'intelligence artificielle (IA) avaient particulièrement bénéficié de l'explosion de la demande de puissance de calcul, à laquelle les fabricants de serveurs et de centres de données et les producteurs de semi-conducteurs avancés peinaient à répondre. Or, le modèle linguistique DeepSeek v.3 est non seulement presque aussi performant que les modèles occidentaux d'OpenAI et d'Anthropic, mais il a surtout été développé beaucoup plus rapidement et à moindre coût.

Que ce modèle vienne de Chine n'est pas une coïncidence. Coupé des technologies occidentales les plus avancées par l'Occident, l'empire du Milieu a été contraint de faire preuve de créativité. DeepSeek a donc été développé en utilisant une ancienne génération de semi-conducteurs de la ligne de produits Hopper de Nvidia, ainsi que des puces de son concurrent AMD. Les puces Blackwell de Nvidia, plus perfectionnées mais très chères, n'ont pas été utilisées. L'énorme potentiel de croissance de l'IA n'a pas disparu avec DeepSeek, bien au contraire. Toutefois, l'arrivée du modèle chinois a clairement montré qu'une entreprise comme Nvidia a perdu une

partie de son avantage concurrentiel, en particulier pour l'entraînement des modèles linguistiques. Ces derniers sont à différencier des déductions de l'IA (appelées inférences). Ce plan-là, soit l'étape où l'utilisateur obtient une réponse à sa question, est encore plus crucial, et c'est lui qui capte la plupart des investissements dans les serveurs et les centres de données (et donc les puces). Pour traduire un modèle de langage d'IA en un système fonctionnel capable de fournir des résultats, la plateforme Cuda de Nvidia reste actuellement dominante et DeepSeek n'apporte pas (encore) de solution. Concrètement, le code *open source* réduit les investissements initiaux des entreprises désireuses de se lancer dans l'IA ; les coûts liés à la puissance de calcul et au stockage subsistent. En ce sens, l'intensification de la concurrence dans le domaine de l'IA est positive pour Nvidia sur le long terme : plus les modèles d'IA seront bon marché, plus ils seront

NVIDIA



Cours : 116,66 dollars
Ticker : NVDA US
Code ISIN : US67066G1040
Marché : Nasdaq
Capit. boursière : 2.857 milliards USD
C/B 2024 : 44
C/B attendu 2025 : 40
Perf. cours sur 12 mois : +76 %
Perf. cours depuis le 1/1 : -13 %
Rendement du dividende : 0,03 %

utilisés. Sur le court terme cependant, la thèse selon laquelle un nombre limité d'entreprises comme Nvidia réaliseront des marges élevées a été mise à mal. Si la taille de marché reste très



importante pour les entreprises occidentales spécialisées dans l'IA, la concurrence est vouée à s'intensifier, ce qui menace la marge bénéficiaire. Or, cette dernière dicte l'évolution des cours boursiers. Le développement moins coûteux

Le retour sur investissement est-il suffisamment élevé pour justifier les dépenses colossales ?

permettra aussi de réduire les prix pour les clients – pour peu que ces derniers soient disposés à payer pour les applications d'IA. La question centrale concerne le retour sur investissement : est-il suffisamment élevé pour justifier les dépenses colossales ?

Conclusion

De nombreux investisseurs privés ont jugé la chute des cours disproportionnée, mais on pourrait tout aussi bien affirmer que les hausses de cours antérieures ont été exagérées. L'action Nvidia a ainsi gagné 171 % en 2024, après avoir grimpé de 239 % en 2023. Même après la récente correction (qui a fait perdre à la société 600 milliards de capitalisation boursière), elle s'échange toujours à 44 fois les bénéfices et 25 fois le chiffre d'affaires. Nous maintenons notre conseil de vente. **📉**

Conseil : vendre
Risque : élevé
Rating : 3C

LOTUS BAKERIES

La croissance demeure robuste

Les résultats annuels de l'entreprise sont une fois encore à la hauteur d'attentes ambitieuses. Les dépasser n'a cependant pas été possible. Le CEO Jan Boone avait prévenu : "nous ne pouvons pas croître plus vite car nous n'avons pas la capacité de production nécessaire". Il n'en reste pas moins que la croissance dure, chez Lotus Bakeries, comme en témoigne le chiffre d'affaires (CA) du groupe de 1,231 milliard d'euros, dans le droit fil du consensus. Cela signifie qu'un nouveau jalon approche : le CA pourrait dépasser les 600 millions d'euros au premier semestre. Le premier franchissement de la barre des 500 millions ne remonte qu'au premier semestre de 2023 (501,1 millions d'euros). L'augmentation est donc rapide.

Lotus Biscoff a enregistré une croissance en volume de 21 % en 2024.

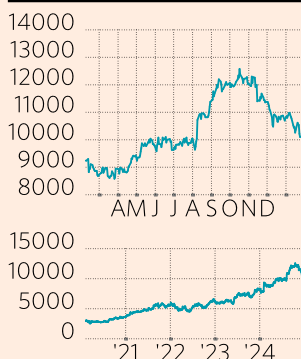
En base annuelle, le CA a crû de 15,9 % (1,06 milliard d'euros en 2023). C'est moins que la montée en flèche de 19,6 % du premier semestre, mais ce ralentissement avait été intégré. Le défi de la capacité de production sera moins lourd lorsque le nouveau site de production en Thaïlande sera opérationnel. Il faudra toutefois attendre un peu (mise en service prévue au deuxième trimestre de 2026). En attendant, la conquête

mondiale de Lotus Biscoff, fameux biscuit au spéculoos, se poursuit, avec une croissance du volume de 21 % en 2024 et une capacité de production maximale. Plus que jamais, l'ambition de faire de Biscoff un des trois biscuits au monde les plus plébiscités, à long terme, peut être exprimée avec confiance. Biscoff est aujourd'hui la marque à la plus forte croissance parmi celles du top 10, ce qui lui permet d'entrer pour la première fois dans le top 5.

Le deuxième moteur de croissance est le déploiement, dans un nombre croissant de pays, de snacks sains. Là encore, nous observons un rythme de croissance impressionnant de 17 % l'an en moyenne depuis la création du pôle il y a neuf ans, et c'est aussi le taux de croissance de 2024. Le troisième pilier de Lotus Bakeries, ce sont les spécialités locales comme les gaufres de Liège et les madeleines. Si la croissance y est beaucoup moins évidente, elle a tout de même été de 5 % en 2024.



LOTUS BAKERIES



Cours : 10.240 euros

Ticker : LOTB BB

Code ISIN : BE0003604155

Marché : Euronext Bruxelles

Capit. boursière : 8,31 milliards EUR

C/B 2024 : 54

C/B attendu 2025 : 48

Perf. cours sur 12 mois : +15 %

Perf. cours depuis le 1/1 : -6 %

Rendement du dividende : 0,6 %

Lotus Bakeries a investi un montant record de 200 millions d'euros ces deux dernières années. La dette financière nette reste néanmoins faible, à 110 millions

d'euros, soit à peine 0,5 fois le cash-flow d'exploitation récurrent (Rebitda). Cela permet à l'entreprise de relever son dividende plus fortement que la croissance du CA et du bénéfice, de 58 à 76 euros par action (+31 %). La croissance du CA est assez forte mais la hausse continue de l'Ebitda sous-jacent l'est tout autant. Durant l'exercice précédent, ce dernier a crû de 17,2 %, à 243,1 millions d'euros, soit une marge d'Ebitda de 19,7 %. Le bénéfice net a grimpé de 19 %, à 156,3 millions d'euros, soit un bénéfice par action de 187,8 euros, en ligne avec le consensus.

Conclusion

Lotus Bakeries confirme une fois de plus son statut de valeur de croissance exceptionnelle sur la place de Bruxelles. Ce caractère unique à l'échelle mondiale montre qu'il est possible d'obtenir une valorisation exceptionnellement élevée selon les normes belge, à 54 fois le bénéfice de 2024 et 48 fois les prévisions de 2025. La dernière fois, nous avions abaissé le conseil, la valorisation étant devenue trop extrême lorsque les cours dépassaient les 12.000 euros, l'été dernier. Après la chute du cours de 20 %, nous revenons à un conseil neutre, mais uniquement pour l'investisseur à long terme. **T**

Conseil : conserver/attendre

Risque : faible

Rating : 2A

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 6 FÉVRIER

MELEXIS

Le rétablissement se fait attendre

Le secteur des semi-conducteurs évolue en dents de scie depuis quelques semaines. Les entreprises qui, comme Melexis, sont exposées au segment automobile, peinent à répondre aux attentes. A l'inverse, les trimestriels d'Infineon incitent à l'optimisme : selon ce fabricant allemand de puces, les stocks excédentaires des clients sont en grande partie résorbés. Le groupe a dès lors revu ses prévisions pour 2025, faisant gagner dans la foulée près de 7 % à Melexis ; mais dès le lendemain, hélas, le groupe belge publiait des résultats trimestriels et annuels décevants et des perspectives peu encourageantes.

Les entreprises qui, comme Melexis, sont exposées au secteur automobile, peinent à répondre aux attentes.

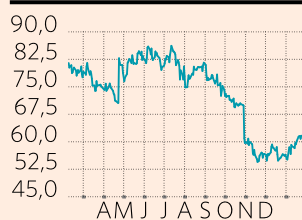
Jusqu'à l'été dernier, Melexis pronostiquait un chiffre d'affaires (CA) d'un milliard d'euros et une marge d'exploitation de 25 %. Ces prévisions ont été diminuées en octobre. Au vu des résultats du 4^e trimestre, elles étaient trop élevées encore. Cédant 20 % en glissement trimestriel, le CA est tombé à 197,4 millions d'euros, contre 200 à 210 millions initialement prévus. La marge brute n'a plus dépassé 39,3 % ; le bénéfice d'exploitation a chuté de 55 %, à 27,6 millions d'euros, soit près d'un tiers de moins qu'espéré. La marge

d'exploitation a dès lors plafonné à 14 %. Le bénéfice net par action est tombé à 0,45 euro, contre 1,23 euro en 2023. La direction précise que les clients ont continué à réduire leurs stocks excédentaires au-delà du troisième trimestre.

Le 4^e trimestre a lui aussi pesé sur les chiffres de l'exercice. Le CA consolidé s'établit à 932,8 millions d'euros, soit 3 % de moins qu'en 2023 et un peu moins que les prévisions remaniées (de 935 à 945 millions) en octobre. La marge brute est passée de 45,7 % en 2023 à 43 % cette fois. Le bénéfice d'exploitation, qui n'atteint pas tout à fait 220 millions d'euros, est inférieur de 16 % à celui de 2023. La marge d'exploitation s'établit à 23,6 %, contre 27,1 % l'année précédente. Le bénéfice net a chuté de 18 %, à 4,24 euros par action. Melexis a mis 20 nouveaux produits sur le marché l'an passé, soit deux fois plus qu'en 2023. Elle a également remporté plusieurs contrats de développement et estime



MELEXIS



Cours : 54,4 euros

Ticker : MELE BB

Code ISIN : BE0165385973

Marché : Euronext Bruxelles

Capit. boursière : 2,2 milliards EUR

C/B 2024 : 13

C/B attendu 2025 : 15

Perf. cours sur 12 mois : -34 %

Perf. cours depuis le 1/1 : -2 %

Rendement du dividende : 6,8 %

pouvoir gagner des parts de marché en Chine. Elle s'attend toutefois à ce que la croissance ne reprenne, doucement, qu'à l'été, si bien qu'elle reste très prudente

dans ses prévisions. Les ventes du trimestre en cours devraient se situer entre 190 et 200 millions d'euros, soit un niveau à peu près identique à celui d'octobre-décembre 2024. Le semestre devrait s'achever sur un CA de 400 millions d'euros. La marge brute (40 %) et la marge d'exploitation (16 %) seraient elles aussi semblables à celles du 4^e trimestre.

Fin 2025, la trésorerie n'était plus que de 32,7 millions d'euros, contre 34,5 millions trois mois plus tôt. Le bilan contenait pour 262,8 millions d'euros de stocks, en hausse de 10,4 millions d'euros en rythme trimestriel. Quant à l'endettement à un an ou plus, il atteint 207,5 millions d'euros.

Le dividende final est fixé à 2,4 euros, ce qui porte à 3,7 euros par action le dividende total de l'exercice. Un programme de rachat d'actions d'une durée d'un an et d'une valeur de 50 millions d'euros a par ailleurs été annoncé en décembre.

Conclusion

Le CA et les bénéfices devraient continuer de reculer en 2025. La position concurrentielle de Melexis n'ayant pas changé et le rendement brut ayant, lui, progressé (à 6,8 %), nous maintenons notre conseil. La chute du cours offre une belle fenêtre pour une première entrée. **1**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 5 FÉVRIER

XIOR

Le ratio de la dette repasse sous les 50%

Xior Student Housing a tenu le pari de ramener le ratio de sa dette sous les 50 % (49,03 %) fin 2024. Ce ratio assez élevé, qui préoccupe analystes et investisseurs, a bloqué le cours de l'action à un bas niveau par rapport à d'autres sociétés immobilières réglementées (SIR) à la dette plus limitée. Une baisse sous 50 % était aussi cruciale pour la direction de l'entreprise. Les préoccupations retombant, le cours de l'action s'est redressé en 2024. Xior n'a cependant pas voulu rater une opportunité d'expansion en Pologne. Pour éviter que le problème de ratio ne ressurgisse, la SIR a lancé une augmentation de capital (placement privé de 80 millions d'euros ; 2,9 millions d'actions nouvelles à 27,80 euros l'unité). Plus de 10 millions d'euros servent à rembourser la dette et à garder son ratio sous 50 %. Les attentes pour l'exercice 2024 ont été réitérées après

l'augmentation de capital : un bénéfice par action de 2,21 euros et un dividende par action de 1,768 euro. Ce résultat s'explique par la hausse des revenus locatifs nets de 15 %, à 167,64 millions d'euros, en partie liée à une croissance à périmètre comparable de 6,5 %. C'est plus que l'inflation et cela montre que l'étroitesse du marché du logement étudiant permet de relever les prix sans affecter le taux d'occupation (98 % fin 2024). Malgré près de 3 millions d'actions en plus, la prévision pour 2025 est d'au moins égaler le bénéfice et le dividende par action de 2024. On notera qu'Alychlo (Marc Coucke) est monté dans l'actionariat l'an dernier via une filiale de Katoen Natie Group (Fernand Huts).

Conclusion

Xior a rejoint le portefeuille modèle récemment, dans l'anticipation d'une baisse des taux longs en 2025 et vu le rendement attendu de 6 % brut et la sous-valorisation de 25 % par rapport à la valeur intrinsèque. Aucune autre opération en capital ne devrait suivre cette année, ni en 2026. **t**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 4 FÉVRIER

XIOR



X-FAB

Le pôle automobile ne se redresse pas encore

Les chiffres décevants de Melexis avaient donné le ton du rapport trimestriel de X-FAB, qui avait déjà rétrogradé ses prévisions de chiffre d'affaires (CA) et de marge de cash-flow opérationnel (Ebitda) pour 2024 à deux reprises l'an dernier. Au 4^e trimestre, le CA cède 18 % en base annuelle, à 196,8 millions de dollars. Le déstockage chez les clients d'Automotive n'est pas fini et devrait encore se faire sentir une bonne partie de 2025. Le CA de ce principal pôle perd 15 %. Le pôle industriel voit son CA reculer de plus d'un tiers et le médical reste étale en base annuelle. La demande de semi-conducteurs en carbone de silicium (SiC) est en net recul (CA : -75 %). Les nouvelles commandes de SiC enflent toutefois de 72 % sur trois mois. A 822,3 millions de dollars (-7,6 %), le CA annuel est au bas de la fourchette prévue (822-832 millions). La marge d'Ebitda cède 4 % en base annuelle. Le bénéfice net a chuté à 0,47 dollar par action lors de l'exercice précédent (1,24 dollar un an plus tôt).

X-FAB vise un CA de 195 à 205 millions de dollars pour le trimestre en cours, et de 820 à 870 millions pour 2025. La marge d'Ebitda passerait alors de 22-25 % au 1^{er} trimestre, à 24-27 % en moyenne sur 2025. Après les ratés de 2024, ces prévisions

X-FAB



sont prudentes et n'augmentent guère de croissance. La bonne nouvelle : les dépenses de capital seront moindres cette année, les investissements dans l'expansion des capacités étant quasi terminés.

Conclusion

D'après la direction, il ne sera guère question d'embellie opérationnelle, du moins au 1^{er} semestre. Cela dit, les nouvelles commandes arrivent encore après un long déstockage, l'occasion pour X-FAB de profiter des nouvelles capacités de production. Pour les entreprises cycliques, le cours de l'action se stabilise souvent un temps avant que le marché ne se redresse. Combiné à la faible valorisation (0,6 fois la valeur comptable), une prise de position est justifiée. **t**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 9 FÉVRIER

ASML

Un carnet de commandes convaincant

Les résultats annuels publiés par ASML ont véritablement convaincu : l'action a immédiatement grimpé de plus de 10 %.

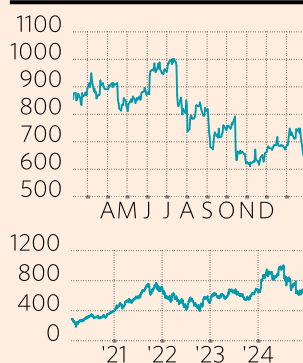
ASMI et Besi, deux acteurs du même secteur, ont aussi vu leur cours boursier progresser dans le sillage du géant néerlandais.

La volatilité des résultats a augmenté, rendant les prévisions plus incertaines.

Au quatrième trimestre, le fabricant de machines pour semi-conducteurs a généré un chiffre d'affaires (CA) de 9,3 milliards d'euros, en hausse de 28 % sur un an. Les ventes s'inscrivent aussi en nette amélioration par rapport au troisième trimestre de 2024, où le CA s'élevait à 7,5 milliards d'euros. Pour l'exercice 2024, le CA atteint 28,3 milliards d'euros, ce qui représente une croissance annuelle d'environ 2,6 % en cette année de transition. ASML avait en effet déçu au troisième trimestre, avec seulement 2,6 milliards EUR de nouvelles commandes, ce qui avait conduit la direction à revoir à la baisse ses prévisions pour le court terme (soit l'exercice 2025). Cette fois-ci, l'afflux de commandes a été nettement plus encourageant : sur les trois derniers mois de l'année, ASML a enregistré 7,1 milliards d'euros de nouvelles commandes, le double de ce qu'attendaient

les analystes. Grâce à ce carnet de commandes bien rempli, l'entreprise semble bien positionnée pour atteindre ses objectifs à court terme. Pour le premier trimestre de 2025, la direction table sur un CA compris entre 7,5 et 8 milliards d'euros. Pour l'ensemble de l'exercice, les ventes devraient se situer entre 30 et 35 milliards d'euros, soit une croissance annuelle de 6 à 24 %. La marge brute est attendue entre 51 et 53 %, en ligne avec celle de 2024 (51,3 %). Bien que la société chinoise DeepSeek affirme avoir développé un modèle d'intelligence artificielle à moindre coût et avec des puces moins avancées que celles utilisées par ChatGPT, ASML maintient ses prévisions à moyen terme. Le marché des semi-conducteurs devrait dépasser 1.000 milliards d'euros d'ici 2030, ce qui correspondrait à une croissance moyenne de 9 % par an entre 2025 et 2030. La direction d'ASML table quant à elle sur une croissance à deux

ASML



Cours : 691,10 euros

Ticker : ASML NA

Code ISIN : NL0010273215

Marché : Euronext Amsterdam

Capit. boursière : 272,2 milliards EUR

C/B 2024 : 36

C/B attendu 2025 : 30

Perf. cours sur 12 mois : -13 %

Perf. depuis le 1/1 : +2 %

Rendement du dividende : 0,9 %

chiffres pour ses systèmes de lithographie EUV au cours de la même période. A l'horizon 2030, elle vise un CA compris entre 44 et 60 milliards d'euros, avec une

marge brute de 56 à 60 %. Cette projection est soutenue par la demande croissante en puces avancées dans plusieurs secteurs. Au-delà de l'intelligence artificielle, actuellement sur toutes les lèvres, les véhicules électriques et autonomes ainsi que l'essor des objets connectés nécessiteront de nombreux semi-conducteurs. Par ailleurs, la demande en puces reste forte dans les domaines des smartphones, de la défense, de l'efficacité énergétique, de la santé et de la cybersécurité.

Conclusion

Nous estimons qu'ASML devrait pouvoir générer un CA de 55 milliards d'euros d'ici 2030, avec une marge brute élevée, dépassant les 50 %. Si la direction poursuit son programme de rachat d'actions, un bénéfice par action de 55 euros semble possible à cet horizon. A plus court terme, cependant, le tableau mérite aussi d'être examiné. L'action se négocie à près de 30 fois les bénéfices attendus pour l'exercice en cours et à un ratio cours/bénéfice estimé de 25 pour 2026. La volatilité des résultats a augmenté, rendant les prévisions plus incertaines. C'est pourquoi, malgré l'agréable surprise des résultats annuels, nous ne pouvons relever notre conseil à l'achat : nous recommandons toutefois de conserver le titre. **T**

Conseil : conserver/attendre

Risque : faible

Rating : 2A

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 4 FÉVRIER



KPN

Des années de hausse du dividende en vue

La hausse du chiffre d'affaires (CA) de 3,4 % (3,1 % en termes organiques) et du cash-flow opérationnel (Ebitda), de 2,51 milliards d'euros, sont conformes aux prévisions. KPN a investi 50 millions d'euros en plus que le 1,25 milliard prévu, et le cash-flow disponible a dépassé de 10 millions les 890 millions attendus. L'extension du réseau de fibre optique avance bien. L'an dernier, KPN et Glaspoort – une joint-venture (JV) entre KPN et APG – ont fourni 574.000 nouvelles connexions, portant le total à 4,68 millions – 5,29 millions Glaspoort compris. KPN prévoit pour 2025 une hausse du CA de 3 % et un Ebitda de 2,58 milliards d'euros. Elle vise un dividende par action de 0,182 euro (+7 %) et entend racheter pour 250 millions d'euros d'actions (+50 millions). Les actionnaires recevront 950 millions d'euros, ou

40 millions de plus que le cash-flow disponible attendu (seuls 860 des 900 millions de cash-flow disponible générés en 2024 avaient été versés). Les prévisions pour 2025 n'incluent pas la JV de KPN avec ABP.

KPN espère que 80 % des ménages néerlandais seront connectés à la fibre fin 2026. La direction entend réduire les dépenses d'investissement d'au moins 250 millions d'euros entre 2025 et 2027, pour accroître le cash-flow disponible et gâter les actionnaires. KPN a déjà intégré une hausse annuelle moyenne du dividende de 7 % et un rachat d'actions d'un milliard d'euros pour 2024-2027 ; ces chiffres sont susceptibles d'augmenter. L'an prochain, KPN décidera comment les actionnaires profiteront de l'éventuelle croissance du cash-flow disponible.

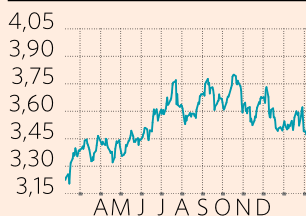
Conclusion

Avec un ratio cours/bénéfice de 15 et un rapport valeur de l'actif économique (EV)/Ebitda de plus de 8, la valorisation est raisonnable. Le dividende est un atout majeur. Vu la hausse attendue sur ce front, et le rendement du dividende, KPN mérite d'être conservée. **t**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 4 FÉVRIER

KPN



BAYER

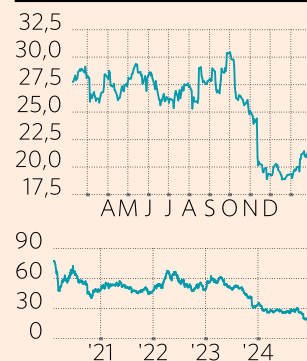
Potentiel de redressement limité

Il y a peu d'entreprises pour lesquelles la barre est placée aussi bas que Bayer en cette saison des résultats. À l'automne déjà, le conglomerat allemand avait fait passer de 11 à 10,5 milliards d'euros environ son cash-flow d'exploitation (Ebitda) prévisionnel pour 2024. L'on sait par ailleurs de longue date que les expirations de brevets compliqueront les choses cette année. Dès l'an dernier, l'anticoagulant Xarelto avait souffert de la concurrence – ses ventes avaient chuté de 24 %, à 802 millions d'euros, au troisième trimestre. La vigoureuse croissance du chiffre d'affaires d'autres médicaments, comme le Nubeqa (cancer de la prostate), n'empêchera pas les ventes du segment pharmaceutique de céder de 5 % à 10 % en 2025. C'est d'autant plus décevant que la marge d'Ebitda ajustée de ce pôle avoisine les 27 %, soit bien plus que la moyenne du groupe (22 %). Tout porte donc à croire que le 5 mars, lors de la présentation des résultats annuels, la direction annoncera un chiffre d'affaires et un Ebitda au mieux similaires à ceux du dernier exercice. Les investisseurs ayant d'ores et déjà anticipé une année difficile, l'action avait reculé de 25 % en 2024.

Conclusion

Porté par quelques petites avancées dans les affaires

BAYER



liées au glyphosate et par l'attention accrue que les investisseurs accordent au pipeline, le titre progresse depuis peu. Le changement d'humeur des investisseurs et la possibilité d'assister à une timide amélioration des résultats après 2025 justifient que nous relevions notre conseil à "conserver". Reste que le potentiel de rendement à long terme est très limité. Bayer peine à alléger sa dette nette (35 milliards d'euros) et son CEO Bill Anderson a de surcroît décidé de ne pas scinder l'entreprise, dont les capacités de redressement structurel sont donc actuellement faibles. **t**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 4 FÉVRIER

LVMH

La chute du luxe n'est pas terminée

Les chiffres du quatrième trimestre du plus grand conglomérat de luxe au monde montrent une légère amélioration par rapport au trimestre précédent, mais trop peu pour pérenniser la forte reprise qu'avait connue l'action ces derniers mois. A leur publication, le cours a donc abandonné 5 % et ne s'est pas redressé depuis.

Entre octobre et décembre, la croissance organique du chiffre d'affaires (CA) s'est limitée à 1 % ; sur les neuf premiers mois de l'année, les ventes sont stables. La direction évoque une performance

La division Vins & Spiritueux reste un poids mort, notamment du fait des ventes atones en Chine.

“solide” malgré un environnement économique mondial défavorable. Il y a tout juste un an, elle signalait la “normalisation” des ventes de produits de luxe après le net redressement qui avait suivi la pandémie. La dégradation est donc flagrante, comme en témoigne la baisse de 1 % du CA de la division phare, Mode & Maroquinerie. A 84,68 milliards d'euros, le CA de l'exercice dépasse de peu le consensus (84,38 milliards), mais a diminué de 2 % par rapport à 2023 (86,15 milliards d'euros). La croissance organique représente tout juste 1 %. Le tableau géographique reste inchangé. L'Europe,

les États-Unis, le Japon et le reste de l'Asie (hors Chine) se redressent. Le Japon connaît toujours la croissance la plus rapide (plus de 10 %) grâce aux touristes chinois, même si la faiblesse du yen japonais pèse.

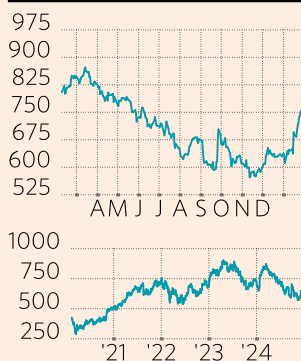
La progression très limitée du CA impacte le bénéfice. Le bénéfice d'exploitation (Ebit) recule de 14 % (de 22,80 à 19,57 milliards d'euros) et le bénéfice net baisse de 17 % (de 15,17 à 12,55 milliards d'euros), soit un bénéfice par action de 25,12 euros contre 30,33 euros en 2023.

En termes de divisions, Vins & Spiritueux reste un poids mort, notamment du fait des ventes atones en Chine. Le CA recule de 11% sur un an (8 % en termes organiques) et l'Ebit, de 36 %. Autre revers de taille : la baisse de 3 % du CA de la maison Mode & Maroquinerie, qui assurait 48,4 % du CA du groupe et même 77,8 % de l'Ebit en 2024, puisque la baisse du bénéfice d'exploitation y a été moins marquée



GETTY IMAGES

LVMH



Cours : 714,6 euros

Ticker : MC FP

Code ISIN : FR0000121014

Marché : Euronext Paris

Capit. boursière : 375,16 milliards EUR

C/B 2024 : 28

C/B attendu 2025 : 25

Perf. cours sur 12 mois : -6 %

Perf. cours depuis le 1/1 : +12 %

Rendement du dividende : 1,8 %

que la moyenne du groupe. Les résultats ont toutefois livré quelques bonnes surprises, et notamment la croissance de 2 % (6 % en termes organiques) de la Distribution sélective (magasins détaxés), après des années en

berne du fait des restrictions sanitaires. Le CA des Parfums & Cosmétiques a aussi augmenté de 2 % ou 4 % sur une base organique, en partie grâce à l'effet positif de Rihanna sur les ventes du parfum “J'adore”. L'Ebit de la division a toutefois diminué de 6 %.

Malgré les résultats plus faibles, le dividende reste inchangé : l'entreprise reversera 13 euros par action, soit un dividende final de 7,5 euros.

Conclusion

Après une tendance baissière qui a duré environ un an et demi, au cours de laquelle l'action a perdu un tiers de sa valeur, les deux derniers mois ont été marqués par un redressement solide, qui a permis au titre de regagner 25 %. La déception causée par les résultats moins bons que prévu est toutefois venue interrompre le mouvement haussier. Les chiffres du groupe montrent clairement que le ralentissement du secteur du luxe n'est pas encore vraiment terminé. LVMH reste une entreprise de grande qualité, mais à 25 fois les bénéfices attendus pour 2025 et à 23,5 fois ceux escomptés en 2026, l'action n'est pas non plus véritablement bon marché. Les derniers résultats ne justifient pas une recommandation d'achat. Nous maintenons donc notre conseil neutre. **T**

Conseil : conserver/attendre

Risque : faible

Rating : 2A

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 3 FÉVRIER

SÜDZUCKER

Douce opportunité d'entrée

Malgré sa diversification, le plus grand producteur européen de spécialités sucrières voit ses résultats fluctuer fortement, au gré de l'évolution du cours du sucre. L'exercice 2024/25 sera clos le 28 février. Au terme du troisième trimestre, la direction n'a pas revu à la baisse ses prévisions pour l'exercice – un soulagement, après l'avertissement sur les bénéfices qui avait suivi la publication des semestriels à la mi-septembre. Concrètement, le chiffre d'affaires (CA) du groupe est attendu à 9,5-9,9 milliards d'euros et le résultat d'exploitation (Ebit), à 175-275 millions d'euros. Au troisième trimestre, le CA de Südzucker s'est élevé à 2,37 milliards d'euros, en baisse de 12,1 % par rapport au même trimestre de 2023/24. Seul le segment des fruits (dont les concentrés de jus de fruits) a vu ses ventes augmenter. Sur les neuf premiers mois

de l'exercice, le CA est en baisse de 4 %, à 7,47 milliards d'euros. L'Ebit du groupe s'est inscrit dans le rouge au troisième trimestre, passant de 268 à -33 millions d'euros ; sur neuf mois, le recul atteint presque 73 % (de 860 à 236 millions d'euros). L'Ebit du segment du sucre est négatif (-23 millions d'euros, contre 525 millions d'euros un an plus tôt), plombé par le plongeon du cours du sucre depuis l'été. CropEnergies, filiale spécialisée dans l'énergie, signe aussi un mauvais exercice, et peine désormais à être rentable.

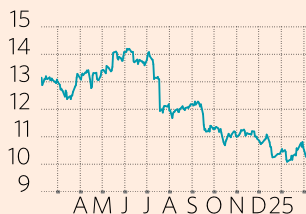
Conclusion

Après avoir dévissé, le prix du sucre s'approche d'un étiage. Il en va souvent de même pour l'action Südzucker, lorsque son cours avoisine des 10 euros. Le titre est proche de son plus bas niveau des cinq à 10 dernières années. A 0,2 fois le CA attendu pour 2024/25 et 0,8 fois la valeur comptable, et avec un rendement du dividende attendu d'environ 6 %, il semble attractif pour les investisseurs ayant un horizon de 18 à 36 mois. **T**

Conseil : acheter
Risque : moyen
Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 4 FÉVRIER

SÜDZUCKER



TOTALENERGIES

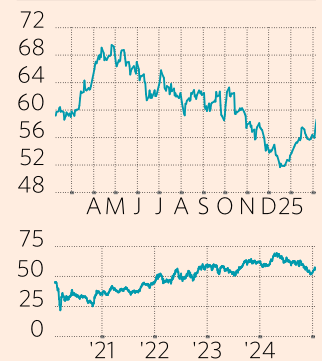
Un rendement royal

Transition climatique ou pas, TotalEnergies continue de choyer ses actionnaires. Le producteur d'énergies fossiles a généré 31 milliards de dollars de cash-flow opérationnel en 2024. Plus de la moitié a été investie pour augmenter légèrement les capacités de production ; l'autre a financé un dividende assez généreux et des rachats d'actions.

Cette année, TotalEnergies verse un dividende de 3,28 euros par action, soit 7,2 % de plus qu'en 2024. Par rapport à 2022, le dividende est déjà en hausse de 20 %. Parallèlement, l'entreprise continue de racheter ses propres actions au rythme de 2 milliards de dollars par trimestre, tant que les conditions de marché sont favorables. Au cours actuel, la somme du dividende et des rachats de titres permet d'obtenir un rendement pour l'actionnaire de plus de 10 %. C'est donc très intéressant.

La capacité de l'entreprise à maintenir cette politique dépendra de l'évolution des prix des hydrocarbures. Avec un baril de brut à 70 dollars et un prix du gaz naturel au niveau moyen des deux dernières années, TotalEnergies pourrait augmenter son cash-flow opérationnel de 8 % cette année. La demande mondiale de pétrole continue de croître de 1 % par an. Les prix du gaz naturel sont repartis à la hausse depuis l'an dernier. Ce n'est qu'à partir de 2026

TOTALENERGIES



que l'augmentation de l'offre pourrait détendre le marché du gaz naturel.

D'ici à 2030, TotalEnergies vise une hausse de 10 milliards de dollars du cash-flow disponible consacré aux dividendes et rachats d'actions, sur la base d'un prix de l'énergie relativement stable et d'une croissance de la production de 4 % par an.

Conclusion

La transition énergétique jette une ombre sur les performances boursières des acteurs des combustibles fossiles, mais avec des prix de l'énergie relativement stables, TotalEnergies peut encore générer suffisamment de cash-flow pendant des années pour rémunérer généreusement ses actionnaires. **T**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 7 FÉVRIER

ALPHABET

Objectif manqué pour la division Cloud

En Bourse, Alphabet a chuté de 7 % après la publication des trimestriels, dont les seuls points négatifs ont été la division Cloud, qui manque l'objectif, et des dépenses en capital plus élevées. Les mêmes résultats auraient sans doute provoqué une hausse du cours de l'action un an plus tôt, ce qui en dit long sur l'évolution du sentiment et de la perception du risque parmi les investisseurs.

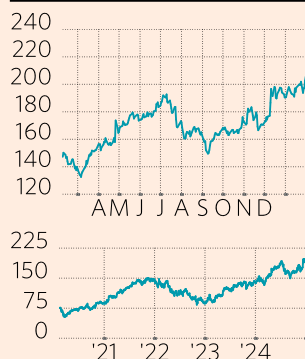
En Bourse, Alphabet a chuté de 7 % après la publication des trimestriels.

Au dernier trimestre 2024, le chiffre d'affaires (CA) du groupe a augmenté de 12 % en glissement annuel pour atteindre 96,5 milliards de dollars, soit environ 170 millions de dollars de moins que les prévisions. Le groupe a enregistré un bénéfice d'exploitation de 31 milliards de dollars (+32 %), portant la marge à 32 %, contre 27 % un an plus tôt. Sur l'exercice 2024, la marge est aussi de 32 %. Le bénéfice net a augmenté de 28 %, à 26,5 milliards de dollars ou 2,15 dollars par action (2,13 dollars attendu). Pour l'exercice 2024, le CA est de 350 milliards de dollars (+14 % sur un an). Alphabet a franchi la barre des 100 milliards de dollars de bénéfice net, soit 8,04 dollars par action – une hausse de 39 % en un an. Le CA de la division Google Search a augmenté de 12,5 %,

à 54 milliards de dollars. Cette dernière n'est pour l'instant pas très affectée par les modèles de langage d'IA, qui ont principalement des applications autres que la recherche. Alphabet a d'ailleurs terminé la nouvelle version de son propre modèle de langage d'IA, Gemini (2.0). Les recettes de YouTube ont augmenté de près de 14 %, à 10,5 milliards de dollars. Les recettes publicitaires totales d'Alphabet ont augmenté de 10,6 %, atteignant 72,5 milliards de dollars (71,7 milliards attendu). Les recettes de la division Google Cloud ont augmenté de 30 %, à 12 milliards de dollars, soit légèrement moins qu'attendu.

A l'instar de Microsoft, Alphabet invoque le manque de capacité des centres de données disponibles pour générer davantage de croissance. Le bénéfice d'exploitation de la division Cloud a toutefois augmenté de 142 % sur un an, à 2,1 milliards de dollars. Les dépenses de

ALPHABET



Cours : 191,33 dollars
Ticker : GOOGL US
Code ISIN : US02079K1079
Marché : Nasdaq
Capit. boursière : 2.530 milliards USD
C/B 2024 : 24
C/B attendu 2025 : 22
Perf. cours sur 12 mois : +33 %
Perf. cours depuis le 1/1 : +1 %
Rendement du dividende : 0,4 %

capital ont été supérieures de plus d'un milliard de dollars aux attentes, à 14,3 milliards de dollars au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de

l'année 2024, le chiffre s'élève à 57,7 milliards de dollars. Alphabet ne compte pas réduire ses dépenses : une enveloppe de 75 milliards de dollars est prévue pour 2025, dont 16 à 18 milliards de dollars dépensés au cours du premier trimestre. L'argent est principalement destiné à la construction de centres de données et de serveurs. Cela n'a pas empêché Alphabet de générer 24,8 milliards de dollars de cash-flow disponible au quatrième trimestre, portant le total pour 2024 à 72,8 milliards de dollars. L'entreprise dispose de 96 milliards de dollars de liquidités et de titres négociables.

Conclusion

Alphabet a associé la croissance à des marges plus élevées et parvient encore à générer des flux de trésorerie importants malgré des dépenses d'investissement en hausse. Pour l'instant, on ne sait pas si les investissements dans l'intelligence artificielle produiront le retour sur investissement nécessaire, ni dans quel délai. Alphabet est l'action la moins chère du groupe des Sept Magnifiques, bien que cela soit très relatif. A 16 fois le cash-flow opérationnel (Ebitda) et 22 fois les bénéfices attendus, Alphabet n'est pas non plus très bon marché, si l'on tient compte de la croissance attendue des bénéfices pour l'exercice en cours, de 12 % seulement. Le titre peut être conservé. **t**

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



Les producteurs d'uranium restent dignes d'achat

DeepSeek a fortement fait fluctuer les actions liées à l'uranium. Est-ce exagéré ?

Volatil, le secteur de l'uranium a connu plusieurs baisses intermédiaires de 30 à 50 % lors du précédent marché haussier (de 2003 à 2007), et une forte volatilité a déjà été notée en ce début 2025. Cameco, 1^{re} capitalisation boursière du secteur (22 milliards de dollars), a perdu 2 % à peine par rapport à fin 2024 mais l'écart entre le cours le plus élevé et le plus bas est de 20 %. L'annonce par Donald Trump de la création de Stargate a d'abord suscité l'enthousiasme. Le soufflé est toutefois vite retombé, DeepSeek ayant présenté un modèle d'intelligence artificielle (IA) moins cher et moins énergivore. Les avis sur les effets à plus long terme sur la demande supplémentaire d'électricité sont partagés : la consommation baissera-t-elle ou sera-t-elle nettement plus marquée au vu de l'accessibilité accrue des applications de l'IA ? Ce dernier scénario nous semble le plus probable. En attendant, les *Big tech* américaines continuent d'investir à plein régime. Les investisseurs en uranium s'intéressent surtout au potentiel de hausse supplémentaire. La pénurie structurelle de l'offre pour les 10 à 20 prochaines années est évidente depuis longtemps, et



plus problématique depuis le revirement des pays occidentaux à l'égard du secteur. Même si seule une petite partie de la production d'uranium est vendue sur le marché au comptant, l'humeur des investisseurs est liée à l'évolution des prix sur ce marché. Cela explique la sous-performance des actions ces 12 derniers mois, même si nombre d'entre elles se négocient encore quatre, cinq, voire huit fois plus haut qu'en 2020, comme Cameco et NexGen Energy. Depuis le pic de fin janvier 2024 du prix au comptant (108 dollars la livre d'uranium U3O8), la baisse est régulière mais plus importante que prévu, jusqu'à 70 dollars. Il s'agit de la 2^e correction de ce marché haussier. Le prix à terme a encore crû l'an dernier, de 68 à 79 dollars par livre d'U3O8. Malgré cela, seuls 110 millions de livres ont été vendus par le biais de contrats à terme, soit bien moins que la demande annuelle de 190 millions (censée atteindre 280 millions en 2040).

Historiquement, un marché

haussier ne se termine qu'après des années consécutives où les achats dépassent la demande annuelle. Nous en sommes loin. En outre, 2024 a confirmé que la hausse ou le démarrage de la production est plus

lent(e) que prévu. Cameco (rating 1B) et NexGen Energy (rating 1C) restent dignes d'achat. **t**

DÉJÀ PARU SUR
WWW.TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE

- Jeudi 6/2 : Analyse (l'effet DeepSeek sur les semi-conducteurs néerlandais), Le Tuyau de la semaine (Cencora), Liste des actions suivies par la rédaction de *Trends-Tendances Bourse*, Lotus Bakeries
- Vendredi 7/2 : TotalEnergies
- Samedi 8/2 : Avant-propos
- Dimanche 9/2 : X-FAB
- Lundi 10/2 : Question d'investissement (les producteurs d'uranium), Sanofi, Shell
- Mardi 11/2 : Barco, Dérivés (Amundi MSCI Europe Value Factor), Montea, Vodafone
- Mercredi 12/2 : Analyse (le secteur américain de la santé), Heineken, ING, Pdf de l'édition n° 7

INDEX DES ACTIONS

Alphabet	69
ASML	65
Bayer	66
Cencora	74
KPN	66
Lotus Bakeries	62
LVMH	67
Melexis	63
Schlumberger	72
Südzucker	68
TotalEnergies	68
X-FAB	64
Xior	64

AGENDA

JEUDI 13 FÉVRIER

UE : production industrielle États-Unis : IPP
Acyon : rapport annuel
Airbus : rapport annuel
Arcadis : rapport annuel
BAM Groep : rapport annuel
Commerzbank : rapport annuel
DSM-Firmenich : rapport annuel
Econocom : rapport annuel
Euronext : rapport annuel
Flow Traders : rapport annuel
Home Invest : rapport annuel
KBC : rapport annuel
Lagardère : rapport annuel
Nestlé : rapport annuel
Nextensa : rapport annuel
Nokia : paiement du dividende
Orange : rapport annuel
Pernod Ricard : rapport trimestriel
Siemens : rapport trimestriel
Unibail-Rodamco-Westfield : rapport annuel
Unilever : rapport annuel

VENREDI 14 FÉVRIER

UE : emploi
UE : PIB
Etats-Unis : utilisation des capacités
Etats-Unis : ventes de détail
Eni : rapport annuel
Hermès : rapport annuel
Safran : rapport annuel
Umicore : rapport annuel

LUNDI 17 FÉVRIER

UE : balance commerciale
Etats-Unis : jour férié (President's Day)

MARDI 18 FÉVRIER

BIC : rapport annuel
Cappgemini : rapport annuel
EVS : rapport annuel

MERCREDI 19 FÉVRIER

UE : balance courante
Etats-Unis : permis de construire
Aedifica : rapport annuel
ASML Holding : paiement du dividende
Carrefour : rapport annuel
Garmin : rapport annuel
Ontex : rapport annuel
Philips : rapport annuel
Stellantis : rapport annuel
Vopak : rapport annuel

Mis à jour quotidiennement sur
www.trends-tendances.be/bourse

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 bourse@tendances.be et vous en lirez peut-être la réponse ici.

Impôt sur les plus-values obligataires

Quand vous lirez ces lignes, l'impôt sur les plus-values, pudiquement appelé "contribution de solidarité", aura déjà fait couler beaucoup d'encre. Si ses opposants sont très nombreux, l'idée a aussi sa poignée de partisans, pour la plupart multimillionnaires. Aux Etats-Unis, un certain nombre d'ultra-riches appellent de leurs vœux des augmentations d'impôts, uniquement pour leur propre classe sociale. D'après des professeurs d'université, en revanche, l'impôt de solidarité belge frappera, lui, surtout la classe moyenne. L'onde de choc initiale passée, voyons plus sereinement ce qui attend l'investisseur en obligations, ce "bon père de famille", bien loin du spéculateur. Une taxe de 10 % frappera les plus-values réalisées sur les actifs financiers, y compris les obligations. Elle n'affectera donc apparemment pas les plus-values latentes, celles que

l'on voit, par exemple, sur les relevés de comptes adressés par les banques ou les maisons de titres. Si vous acquérez une obligation à 85 % de sa valeur nominale et qu'elle s'apprécie ensuite de 10 %, la plus-value n'est (pour l'instant) pas imposée : elle ne le sera que si vous vendez le titre, de même que si, à l'échéance, l'émetteur vous le rembourse à 100 % de sa valeur nominale, ce qui est généralement le cas. La date de l'instauration effective de l'impôt marquant le début du calcul, les plus-values réalisées jusqu'à présent demeureront exonérées. Tout comme, d'ailleurs, la première tranche de 10.000 euros par an – il s'agit d'un montant indexé, qui augmente normalement chaque année, en fonction de l'inflation. Les pertes actées à la revente peuvent être déduites des bénéfices réalisés. Faut-il s'en étonner ? Les plus-values non réalisées sont cumulées d'année en année, tandis que

les pertes ne sont pas reportables aux exercices suivants. Pour ce que nous en savons, peu d'investisseurs particuliers se livrent au négoce d'obligations ; la fiscalité n'intervient donc généralement qu'à l'expiration des titres. Les intérêts perçus sur les comptes d'épargne réglementés restent pour l'heure exonérés jusqu'à 1.050 euros par personne, ou 2.100 euros par couple. Mais la Cour européenne de justice se demandant si elle ne viole pas le principe de la libre circulation des capitaux, même cette mesure n'est plus à l'abri d'une décision contraire. La taxe sur les comptes-titres de plus d'un million d'euros est maintenue à 0,15 %.

Hausse de l'inflation


Alors que la Belgique se préoccupe surtout d'accord de gouvernement et de pression fiscale, outre-Atlantique, Donald Trump s'active. Il continue d'instaurer ou d'aug-

COURS DE CHANGE

COURS DE CHANGE	NIVEAU	PERF. SUR 1 AN
EUR/USD	1,0321	-5,05 %
EUR/GBP	0,8322	-2,47 %
EUR/NOK	11,734	3,44 %
EUR/SEK	11,416	1,19 %
EUR/CAD	1,4885	2,27 %
EUR/AUD	1,6639	0,60 %
EUR/NZD	1,8421	4,10 %
EUR/ZAR	19,374	-4,05 %
EUR/TRY	37,217	12,42 %

menter des droits de douane, qu'il lui arrive aussi d'abolir ou de suspendre, ce qui attise la nervosité des marchés financiers. Le dollar ne cesse de s'apprécier, tandis que l'inflation repart à la hausse (de 2,4 % à 2,6 %). Dans la zone euro aussi, les étiquettes ont recommencé à filer (de 2,4 % à 2,5 %). En Belgique, l'inflation est même passée de 3,16 % à 4,08 % en janvier. Ce qui ne devrait pas empêcher la Banque centrale européenne de réduire encore ses taux : de 2,75 % actuellement, son taux directeur pourrait être amputé de 50 points de base supplémentaires, voire plus, dans les mois qui viennent. **T**

LA SÉLECTION D'OBLIGATIONS DE TRENDS-TENDANCES BOURSE

DEVISE	EMETTEUR	COUPON	ECHÉANCE	COURS	RENDEMENT	COUPURE	RATING
EUR	Nestlé Finance	3,38%	15/11/34	102,97	3,01%	1.000	AA-
EUR	Fresenius	2,88%	24/05/30	99,57	2,94%	1.000	BBB
EUR	Etat belge 	1,25%	22/04/33	88,82	2,79%	1.000	AA-
USD	CVS Health	3,25%	15/08/29	91,6	5,39%	2.000	BBB
USD	Hewlett Packard	5,25%	01/07/28	100,99	4,94%	1.000	BBB+
USD	Micron Techn.	2,70%	15/04/32	83,53	5,53%	1.000	BBB-
GBP	IDB	4,38%	02/05/33	98,99	4,52%	1.000	AAA
NOK	Nordic Inv. Bnk	1,63%	20/10/27	93,81	4,12%	10.000	AAA
SEK	BEI	1,75%	12/11/26	99,11	2,52%	10.000	AAA
CAD	Prov. Ontario	2,05%	02/06/30	95,42	3,11%	1	AA
AUD	Wells Fargo	4,00%	27/04/27	98,66	4,64%	1.000	A+
NZD	BIRD	2,88%	30/11/26	98,64	3,70%	1.000	AAA
ZAR	BEI	7,25%	23/01/30	97,21	8,08%	10.000	AAA
TRY	BERD	25,00%	19/01/27	101	24,18%	1.000	AAA
BRL	BIRD	10,75%	09/10/31	90,47	13,36%	10.000	AAA
PLN	BEI	2,75%	25/08/26	95,1	6,02%	1.000	AAA

 = obligation ESG

Elia et Galapagos intègrent le portefeuille modèle

La première inclusion de 2025 dans le portefeuille modèle est Xior Student Housing, après le recul du cours lié à l'augmentation de capital de 80 millions d'euros. La publication des trimestriels de Boeing a aussi donné une opportunité d'achat pour l'avionneur. La limite pour acheter Kinopolis n'est toujours pas atteinte ; les résultats, attendus le 20 février, changeront peut-être la donne.

Au vu de la confiance tenue sur les places boursières, nous souhaitons ménager notre trésorerie. Par conséquent, nous restreindrons nos achats aux titres dont les cours ont été fortement malmenés ces derniers temps. Cela nous semble être le cas pour Elia et Galapagos. Nous avons donc annoncé sur notre nouvelle plateforme *Trends Bourse Live* l'intégration de ces deux titres dans le portefeuille modèle. Le cours d'Elia semble déjà intégrer le débat sur l'île énergétique et les craintes

d'une augmentation de capital. Les opérateurs semblent ignorer le profil de croissance de l'entreprise pour les années à venir et son monopole ; le cours est inférieur à la valeur comptable. Il devrait se redresser cette année.

Quant à Galapagos, sa capitalisation boursière est tombée à près de 1,5 milliard d'euros : à peine la moitié de sa trésorerie ! Certes, les résultats cliniques ont déçu ces dernières années, mais le pipeline actuel, surtout dans la technologie CAR-T, devrait permettre une hausse. Vous trouverez tous les ordres supplémentaires sur *Trends Bourse Live*, le cas échéant.

Schlumberger relève une nouvelle fois son dividende

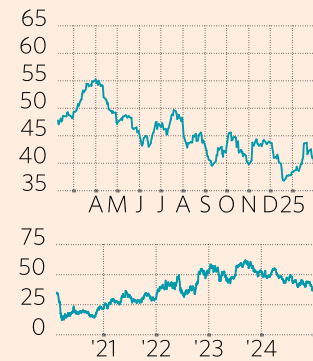
Schlumberger a, une fois encore, aligné de robustes résultats au 4^e trimestre : un brin supérieurs aux attentes, avec un chiffre d'affaires (CA) et un bénéfice plus élevés que ceux du trimestre

précédent et qu'au cours du même trimestre de l'an dernier. En toute logique, l'action du champion des services pétroliers a réagi positivement (+6 %). Le CA pour octobre-décembre ressort à 9,28 milliards de dollars. C'est mieux qu'au trimestre précédent (+1 % ; 9,16 milliards de dollars), mais aussi 3 % de plus qu'au 4^e trimestre de 2023

(8,99 milliards de dollars). Le chiffre est en outre légèrement supérieur (1 %) aux prévisions moyennes des analystes (9,18 milliards de dollars). Si le CEO Olivier Le Peuch s'est montré satisfait des trimestriels, il a dû reconnaître que les activités internationales ont marqué le pas pour la première fois depuis quelque temps. Le groupe estime toutefois qu'il est encore possible d'améliorer les marges.

Schlumberger est présent dans le monde entier. Ses activités internationales lui permettent de maintenir la croissance de ses ventes en

SCHLUMBERGER



Schlumberger dispose d'une marge pour gâter plus encore ses actionnaires.

base annuelle. Elles ont progressé de 3 % par rapport au quatrième trimestre de l'an dernier, mais contrairement à la moyenne, les activités américaines affichent une croissance plus robuste de 7 %. La part du CA tiré des activités internationales se monte à un peu moins de 81 % au quatrième trimestre. Le cash-flow d'exploitation ajusté (Ebitda) est de 2,38 milliards de dollars, en ligne avec l'estimation moyenne des analystes (2,36 milliards). Il est aussi supérieur de 2 % aux 2,34 milliards de dollars du troisième trimestre de cette année, et de 5 % aux 2,28 milliards générés sur la période allant d'octobre à décembre 2023.

Le bénéfice par action (BPA) enfla de 3 % par rapport au trimestre précédent, à 0,92 dollar, et de 7 % par rapport au BPA de 0,86 dollar du quatrième trimestre de 2023. Il est aussi supérieur de 0,02 dollar au consensus (0,90 dollar). Nous sommes agréablement surpris par l'évolution du cash-flow dis-

ponible (3,99 milliards de dollars pour 2024). Schlumberger a ainsi pu affecter près de 3,3 milliards de dollars à la rémunération des actionnaires et rembourser près de 600 millions de dettes. Le marché table sur un BPA assez stable pour 2025, par rapport à l'exercice écoulé (consensus : 3,44 dollars par

action). Pour le premier trimestre, les analystes attendent 0,74 dollar (0,75 dollar versé au 1^{er} trimestre de 2024). Nous avons intégré Schlumberger dans le portefeuille modèle en raison de la marge dont la société dispose pour gâter plus encore ses actionnaires. Le dividende trimes-

triel a été relevé une deuxième fois depuis l'intégration, de 10 % initialement (de 0,25 à 0,275 dollar par action) et maintenant de 4 % (de 0,275 à 0,285 dollar). Le géant des services pétroliers a également lancé un programme de rachat d'actions à hauteur de 2,3 milliards de dollars. L'objectif est

de faire passer la rémunération totale des actionnaires de 3,3 milliards de dollars en 2024 à 4 milliards au moins cette année. La direction juge l'action sous-évaluée. Nous sommes tout à fait d'accord : la valorisation est attrayante, à seulement 11,5 fois le bénéfice attendu. Le titre peut être acheté. **1**

PORTEFEUILLE

Couverture (9,68%)	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devis	Cours	Valeur	Pond.	Rating	Histoire
Xtrackers S&P500 Inverse	LU0322251520	6,58	3.000	EUR	6,30	€18.891,00	9,68	1B	02/25
Matières premières (63,87%)									
AkerBP	NO0010345853	256,07	200	NOK	243,00	€4.180,65	2,14	1B	46/24
Albemarle Corp	US0126531013	122,50	40	USD	77,37	€2.982,36	1,53	1B	51/24
Cameco	CA13321L1085	10,08	100	USD	49,93	€4.811,60	2,47	1B	03/25
Equinox Gold	CA29446Y5020	5,43	700	USD	6,65	€4.485,88	2,30	1C	05/25
First Majestic Silver	CA32076V1031	5,56	600	USD	5,63	€3.255,28	1,67	1C	51/24
Global X Copper Miners	IE0003Z9E2Y3	25,50	100	EUR	29,79	€2.979,00	1,53	1B	49/24
Global X Silver Miners	IE000UL6CLP7	12,49	1.000	EUR	16,50	€16.500,00	8,45	1B	40/24
Gold Bullion Securities	GB00B00FHZ82	171,72	60	EUR	255,03	€15.301,80	7,84	1A	48/24
iShares Silver Trust	US46428Q1094	22,70	700	USD	29,03	€19.582,73	10,03	1B	04/25
Mosaic	US61945C1036	35,86	150	USD	26,85	€3.881,18	1,99	1B	51/24
NexGen Energy	CA65340P1062	4,44	500	USD	6,53	€3.146,38	1,61	1C	49/24
Pan American Silver	CA69790Q1089	15,92	200	USD	24,55	€4.731,62	2,42	1B	47/24
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,92	700	USD	6,28	€4.236,29	2,17	1B	51/24
Schlumberger	AN8068571086	47,16	80	USD	40,16	€3.096,08	1,59	1B	07/25
Sipef	BE0003898187	51,61	50	EUR	56,40	€2.931,00	1,50	1B	44/24
Sprott Physical UraniumTrust	CA85210A1049	11,36	700	CAD	22,45	€10.559,03	5,41	1B	52/24
Umicore	BE0974320526	23,96	225	EUR	10,04	€2.313,45	1,19	1B	32/24
VanEck Vectors Gold Miners	IE00BQQP9F84	28,71	350	EUR	44,83	€15.690,50	8,04	1B	49/24
Valeurs de base/trackers (7,64%)									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,53	1.250	EUR	1,90	€2.465,00	1,26	1A	51/24
Boeing	US0970231058	174,59	10	USD	181,49	€1.748,96	0,90	1B	06/25
Cofinimmo	BE0003593044	63,02	70	EUR	54,75	€3.832,50	1,96	1B	51/24
Montea	BE0003853703	67,10	60	EUR	64,90	€3.894,00	1,99	1B	51/24
Xior	BE0974288202	29,34	100	EUR	29,65	€2.965,00	1,52	1B	07/25
Vieillessement (8,25%)									
argenx	NL0010832176	13,25	20	EUR	632,00	€12.640,00	6,48	2B	04/25
Biotals	BE0974386188	3,05	600	EUR	3,57	€2.142,00	1,10	1C	05/25
Inventiva	FR0013233012	9,98	300	EUR	2,33	€699,00	0,36	2C	43/24
MDxHealth	BE0974461940	3,19	350	USD	1,85	€623,98	0,32	1C	06/25

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

Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
176.523,82	91,2	18.105,11	8,8	194.628,93	100

Comparaison des performances

	Depuis le 1/1/2025		Depuis le 1/1/2025	
Trends-Tendances Bourse	+7,5%	Bel 20	+1,1%	
Euro Stoxx 50	+8,3%	MSCI World	+3,5%	

Ordres

Achats : nous avons acheté 25 actions **Elia** et 80 actions **Galapagos** au cours d'ouverture de mercredi; ces ordres ont été annoncés sur *Trends Bourse Live*. Nous achetons 30 actions de **Kinopolis** à 36,05 euros max.

Ventes : rendez-vous sur *Trends Bourse Live* pour découvrir nos éventuels ordres de vente.

L'ACTUALITÉ DES SOCIÉTÉS COTÉES

Valeurs de base

7C Solarparken : alors que le cours de l'action se stabilise depuis des mois, on attend des nouvelles sur le remboursement ou le refinancement de deux prêts d'un montant total de 21 millions d'euros arrivant à échéance en février et mars. Un nouveau programme de rachat d'actions devrait suivre.

Matières premières

Cameco : lors d'une récente interview, le CFO Grant Isaac a évoqué l'amélioration inédite de l'offre et de la demande dans le secteur de l'uranium. Il exprime des doutes quant à la faisabilité des plans de construction actuels des nouveaux projets de jeunes sociétés et attribue la récente baisse du prix au comptant aux producteurs

débutants qui vendent de l'uranium sans contrat d'achat sur un marché au comptant illiquide.

Mosaic : annonce une Journée des investisseurs pour le 18 mars. Les résultats trimestriels seront publiés le 27 février.

NexGen Energy : le CEO Leigh Curyer signale que l'éventuel prélèvement de droits de douane sur les importations canadiennes aux Etats-Unis n'affectera

pas les négociations en cours sur les contrats avec les entreprises américaines de services aux collectivités. Des accords sont attendus dans les mois à venir.

Schlumberger : la joint-venture SLBOneSea (avec Aker Solutions et Subsea7) annonce l'extension d'un partenariat existant avec Vår Energi afin d'accélérer le développement de ses projets en mer de Norvège.

ACTION

Cencora

Cencora (nouveau nom d'AmerisourceBergen) a connu une croissance régulière ces dernières années. Si elle n'est pas spectaculaire, on notera que cette croissance est bien ancrée et qu'elle a accouché d'un mastodonte en termes de chiffre d'affaires (CA), de bénéfice et de valeur de marché.

Le grossiste pharmaceutique mondial réalise un CA de plus de 290 milliards de dollars. Actif dans plus de 50 pays, il réalise 90 % de ses ventes aux Etats-Unis. En 2021, il a acquis Alliance Healthcare pour renforcer sa présence en Europe et couvre depuis, avec Celesio et Phoenix, 80 % du marché européen.

Bien ancrée, la croissance a accouché d'un mastodonte en termes de chiffre d'affaires, de bénéfice et de valeur de marché.

Aux Etats-Unis, les trois principaux acteurs (Cencora, Cardinal Health et McKesson) se taillent plus de 90 % des parts de marché. Cencora doit sa position concurrentielle à son ancrage sur le marché de la distribution pharmaceutique, aux économies d'échelle et à l'offre de médicaments et de services spécialisés.

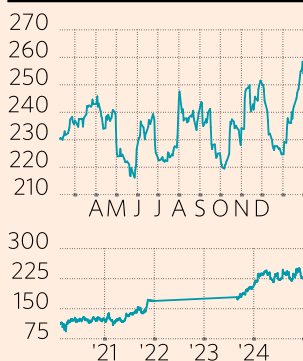
La part de marché de Cencora a crû un brin ces dernières années, malgré la concurrence. Morningstar qualifie sa position concurrentielle de rempart étroit. Traduction : l'entreprise

dispose d'avantages concurrentiels qui devraient perdurer pendant encore au moins cinq ans. Cencora mise sur la technologie pour renforcer sa position. Des investissements ciblés ont contribué à sa forte croissance. Le CA de l'entreprise a plus que doublé ces 10 dernières années, enflant chaque année de 4 à 13 %. Les prochaines années devraient aussi être marquées par une croissance autonome.

Cencora opère avec une faible marge bénéficiaire. Les investissements dans la croissance des ventes n'ont pas amélioré la marge bénéficiaire ces dernières années. D'après les analystes, la croissance du CA ralentira, à 5 - 7 % dans les années à venir. Cela dit, le bénéfice pourrait croître de plus de 10 % à cette période, ce qui améliorerait la marge. Les analystes tablent sur une hausse annuelle du dividende d'environ 5 %.

Le cours de Cencora a progressé plus vite que le bénéfice durant l'année écoulée.

CENCORA



Cours : 251,57 dollars

Ticker : COR US

Code ISIN : US03073E1055

Marché : NYSE

Capit. boursière : 48,77 milliards USD

C/B 2024 : 22,5

C/B attendu 2025 : 17

Perf. cours sur 12 mois : +8 %

Perf. cours depuis le 1/1 : +12 %

Rendement du dividende : 0,9 %

Sa valorisation a donc enflé aussi. Il y a quelques années, cette dernière était assez faible par rapport à sa position sur le marché et à sa croissance stable. Plusieurs plaintes ont été déposées

contre l'entreprise. La principale concerne la distribution de médicaments addictifs : elle a finalement été réglée pour 19 milliards de dollars (6,1 milliards pour Cencora), écartant l'un des principaux risques. Le changement de nom marque la fin d'une ère de réclamations, et la transition vers une nouvelle : Cencora entend désormais agir de manière responsable et renforcer sa position grâce à l'innovation. La valorisation a progressé avec la diminution du risque. En 2022, l'action se négociait à 13 fois le bénéfice ; elle est passée depuis à 17 fois le bénéfice, ce qui n'est toujours pas très onéreux.

D'autres secteurs affichent des valorisations bien plus élevées pour des entreprises ayant une croissance similaire et la stabilité de Cencora. Les investisseurs se méfient de la santé, les gouvernements ayant de plus en plus de mal à rendre les soins abordables.

Conclusion

Cencora s'est aussi fixé des objectifs ambitieux en matière de durabilité. Le CA et le bénéfice devraient encore croître de manière structurelle. Par le passé, le cours de l'action a marqué le pas sur l'évolution du bénéfice, sous la menace d'une plainte à un milliard de dollars. La valorisation s'est améliorée après un règlement colossal mais elle recèle encore de la marge. **t**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/
BOURSE-LIVE LE 6 FÉVRIER

