



SOMMAIRE

Analyses	74-77
Des dividendes extraordinaires sous le sapin	
La pisciculture, une activité rentable	
Actions	78-81
HAL Trust, Novartis	
Colruyt	
Oracle, Walmart	
Aris Mining	
Obligations	82-85
Qu'attendre des 10 principales devises (USD, CAD, AUD, NZD, GBP, DKK, NOK, SEK, CHF et TRY) en 2025 ?	
Portfeuille	86-87
Sprott Physical Uranium Trust	
Le tuyau de la semaine	88
PulteGroup	



AVANT-PROPOS

Nos 10 prévisions au sujet de 2025

Avant tout : que cette nouvelle année soit pour vous et vos proches belle et heureuse. Nous vous souhaitons une excellente santé, beaucoup de bonheur ainsi que, bien sûr, un portefeuille d'investissements très rentable. Voici, pour accompagner cette transition, nos 10 prévisions au sujet de 2025.

1. L'année sera agitée : la grande différence entre les présidences Trump I et Trump II est que le bouillant milliardaire est beaucoup mieux préparé, ce qui lui permettra d'entrer immédiatement dans le vif du sujet.

2. Les taux continueront à baisser, mais pas nécessairement au même rythme : les banques centrales ont inversé la tendance en 2024. Le cycle devrait se poursuivre en 2025, à un rythme qui pourrait toutefois varier d'un pays à l'autre.

3. L'année sera bonne pour les investisseurs en obligations : le ralentissement de

la croissance devrait peser sur les taux longs. Ce repli, qui contraste avec l'évolution enregistrée en 2024, ne sera peut-être pas constant, mais les taux américains à 10 ans devraient retomber à 3,50 %, voire moins.

4. Les investisseurs en actions ne seront pas à la fête : les Bourses devraient atteindre très rapidement un sommet, après quoi une baisse des cours caractérisera le reste de l'année.

5. Wall Street ne sera pas un refuge pour les investisseurs en actions : plus l'installation de Donald Trump à la Maison-Blanche approche, plus l'argent afflue en direction des Etats-Unis, considérés comme sûrs. Mais les actions bon marché finiront par être échangées contre des titres onéreux, ce dont Wall Street pourrait souffrir.

6. Les actions sensibles aux taux ont plus de raisons que les autres de

se réjouir : la baisse des taux aura fait partie des événements clés de 2024. Après trois années décevantes, les actions sensibles aux taux pourraient recommencer à faire mieux que la moyenne.

7. Pour les actions de croissance, 2025 devrait être une année 2022 bis : cela fait 15 ans que les actions de croissance surclassent les actions de valeur. L'on a toutefois vu, en 2022, que les choses pouvaient être différentes. Pour les géants de la tech, 2025 pourrait ressembler davantage à 2022 qu'à 2024.

8. Les métaux précieux continueront à briller, mais moins : 2024 aura été une excellente année pour l'or et l'argent. La tendance devrait se poursuivre, mais pas sur l'ensemble de l'exercice, qui se révélera moins spectaculaire que 2024.

L'an neuf ne s'inscrira pas nécessairement dans la continuité de 2024.

9. Certaines matières premières en déclin depuis peu ont atteint leur étiage : plusieurs matières premières ont fini de manger leur pain noir. Il s'agit notamment des produits agricoles, du lithium, du platine, du palladium et peut-être du pétrole.

10. L'investissement va exiger une approche différente : la stratégie *buy & hold*, en vogue depuis 10-20 ans, sera moins appropriée car les Bourses fluctueront beaucoup plus jusqu'au terme de la décennie. **1**

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

- Analyse : nos favoris néerlandais pour 2025
- Analyse : six sociétés généreuses en dividende
- Franco-Nevada
- Pharming
- Rheinmetall

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.

Des dividendes extraordinaires sous le sapin



Le dividende extraordinaire est un dividende ponctuel, qui n'a pas vocation à être régulier. Les entreprises versent des dividendes extraordinaires pour alléger leurs excédents de trésorerie, par exemple en l'absence d'opportunités d'investissement rentables ou parce qu'elles ne veulent pas prendre le risque d'investir quand les temps sont incertains. Comme elles sont exceptionnelles et que leur montant est imprévisible, ces distributions ne sont pas prises en compte dans le calcul du rendement en dividende ; les actions qui

versent structurellement des dividendes supplémentaires importants présentent donc sur le papier des rendements relativement faibles, mais appartiennent dans la pratique à la catégorie des titres à dividende élevé.

A la discrétion de l'entreprise

Notons qu'un nombre croissant d'entreprises préfèrent les dividendes spéciaux aux dividendes (trimestriels, semestriels ou annuels) ordinaires. Tout comme les rachats d'actions propres, ces opérations sont facultatives et décidées par la direction –

à ce propos, il est permis de se demander pourquoi tant d'entreprises dépensent des milliards pour racheter leurs actions à des cours souvent record alors qu'elles pourraient opter pour des versements de dividendes supplémentaires.

Ce n'est pas tout à fait un hasard si aux Etats-Unis, le quatrième trimestre de 2024 est marqué par l'annonce d'une multitude de distributions extraordinaires. Le phénomène est majoritairement dû aux entreprises cycliques et sensibles aux taux, comme les assureurs ou les producteurs de pétrole et

de gaz. D'une manière générale, les sociétés saines versent un dividende ordinaire, qui croît de préférence chaque année ; à cela viennent s'ajouter les rachats d'actions, les investissements ordinaires et éventuellement, des acquisitions. Certaines entreprises parviennent de surcroît à payer structurellement un ou plusieurs dividendes exceptionnels sur l'année, mais elles sont assez rares, même outre-Atlantique. Voici trois sociétés prometteuses qui versent structurellement un dividende extraordinaire.

Opportunité 1 : American Financial Group

Le meilleur exemple, et pour nous l'une des actions à dividende les plus performantes depuis longtemps, est American Financial Group (ticker AFG), qui allie vigoureuse croissance annuelle du dividende ordinaire et nombreuses distributions exceptionnelles. Fondé en 1959, cet assureur non-vie est spécialisé dans une trentaine de marchés de niche, comme les cultures ou les chevaux, pour ne citer qu'eux. Dirigée par les frères Lindner, qui comptent par ailleurs au nombre de ses actionnaires majoritaires, la société génère chaque année des capitaux excédentaires, dont une part significative est distribuée aux actionnaires. En raison de son flux continu de distributions de dividendes et de rachats d'actions, AFG est le choix idéal pour l'investisseur (en dividendes). Sa flexibilité

Six à huit distributions par an

Depuis quelques années (depuis la fin de la pandémie, pour beaucoup d'entre elles), maintes entreprises du secteur de l'énergie versent un dividende de base relativement modeste, auquel elles ajoutent un dividende trimestriel variable. Ce qui revient dans la pratique à effectuer huit distributions par an. C'est le cas non seulement de grands groupes, comme ConocoPhillips

(130 milliards de dollars de capitalisation boursière) et Diamondback Energy (52 milliards de dollars), mais aussi, et surtout, même, de sociétés plus petites, toutes très tributaires de l'évolution des prix du pétrole et du gaz. ConocoPhillips fut l'une des premières à annoncer, en 2021, l'adoption d'une nouvelle politique, qui consiste à verser, outre le dividende trimestriel fixe,

un *variable return of cash* (VROC) tous les trois mois ou presque, en fonction des résultats du trimestre. En 2024, Conoco a payé trois VROC de 0,20 dollar chacun, qui sont venus s'ajouter au dividende ordinaire de 0,58 dollar. Conoco ne versera pas de VROC ce trimestre-ci, mais augmentera son dividende ordinaire de 34,5%, à 0,78 dollar par action.

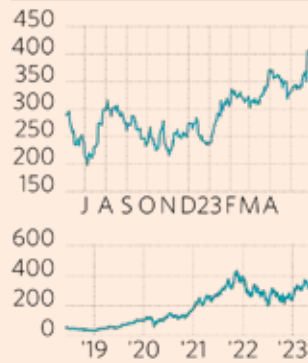
financière lui permet non seulement d'assurer sa croissance organique, mais aussi de procéder à des acquisitions et d'investir dans des start-up. Le dividende augmente d'au minimum 10 % l'an depuis 19 ans. AFG verse en outre, chaque année aussi, deux dividendes spéciaux au moins. Un supplément de 2 dollars a été payé en février et un autre, de 4,50 dollars, en décembre. L'investisseur percevra en 2024 9,43 dollars en tout, soit un rendement de 6,7 %. Il n'est pas surprenant que le titre AFG ait atteint un sommet historique la semaine dernière.

Les distributions extraordinaires n'entrent pas dans le calcul du rendement en dividende.

Opportunité 2 : TransDigm Group

TransDigm Group est un fabricant de composants techniques de haute qualité destinés à l'aviation commerciale et militaire, qui réalise chaque année plusieurs acquisitions modestes. Son chiffre d'affaires est majoritairement récurrent et les pièces de rechange et la maintenance lui assurent des marges bénéficiaires élevées. Concurrente de Parker Hannifin et de Honeywell, TransDigm a vu son chiffre d'affaires bondir de plus de 20 % en 2023. Pour 2024, les analystes tablent sur une croissance de 12 %, à 8,9 milliards de dollars – un nouveau record. Il ne verse pas de dividende ordinaire, mais TransDigm distribue tous les ans un

AFG

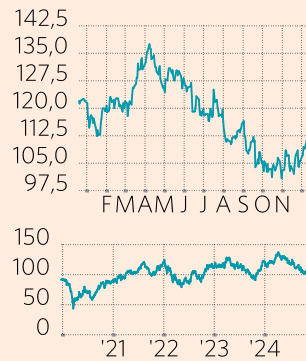


dividende exceptionnel financé, du moins en partie, par de l'argent emprunté, ce qui, compte tenu de l'importance et de la prévisibilité de ses flux de trésorerie, n'est en rien problématique. Comme le groupe privilégie les distributions de capitaux à l'allègement de sa dette, ce dividende est systématiquement élevé. En 2024, les investisseurs ont perçu 75 dollars, à quoi correspond un rendement de 6 %. Les dividendes spéciaux des trois années précédentes étaient eux aussi très généreux. L'action, qui se négocie à un ratio cours/bénéfice (C/B) de plus de 30 actuellement, a progressé de 30 % depuis janvier. Elle séduira surtout l'investisseur patient.

Opportunité 3 : Hexol

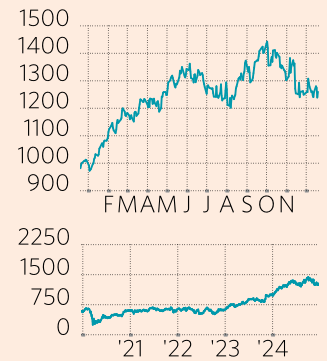
Né en 1893, ce chimiste suédois, figure majeure de l'in-

HEXPOL



dustrie des plastiques, se concentre sur la production de polymères et de composés de caoutchouc. Il opère principalement dans des marchés de niche très rentables – il fabrique des pièces pour les dispositifs médicaux et les voitures ainsi que des applications destinées aux secteurs de la construction et des biens de consommation, par exemple. Sa division Engineered Products fournit des produits spécifiques, comme des roues et des pneus pour chariots élévateurs et d'autres véhicules appelés à évoluer dans des conditions difficiles. Chez Hexpol aussi, une partie de la croissance est à mettre au crédit d'une série d'acquisitions mineures réalisées année après année. Après avoir considérablement progressé en 2021 et

TRANSDIGM



en 2022, le chiffre d'affaires a stagné l'an dernier (-0,9 %, à 22,1 milliards de couronnes) et devrait avoir cédé 7 % en 2024. La situation est due à la cyclicité du secteur, très à la traîne sur les marchés boursiers depuis tout un temps. Cela fait en revanche trois ans que le dividende affiche une croissance de 10 % au bas mot ; il a désormais atteint 4 couronnes suédoises (SEK), soit un rendement en dividende de près de 4 %, voire de 5,8 % si l'on ajoute le dividende exceptionnel de 2 SEK. Hexpol avait payé des dividendes extraordinaires en 2022 (4 SEK) et en 2017 (3 SEK) également. Vu la solidité de son bilan, sa marge d'exploitation de plus de 16 % et son ratio C/B de 14, Hexpol est un achat résolument envisageable. **1**

Dividendes extraordinaires européens

Un certain nombre d'entreprises européennes, surtout britanniques et scandinaves, distribuent régulièrement des dividendes extraordinaires. Aux Pays-Bas, Randstad est l'incarnation même de cette stratégie. Au dividende ordinaire de 2,28 euros par action, le groupe a ajouté au début du mois d'octobre un dividende exceptionnel de 1,27 euro, ce qui porte le

rendement à 8,7%. Il avait également versé, en 2022, 2021, 2019 et 2018, un dividende spécial, dans la plupart des cas supérieur au dividende ordinaire. Une des décisions les plus inattendues est sans doute celle prise par D'Ieteren d'accorder un dividende extraordinaire de 75 euros. Le 10 décembre, date du détachement, le rendement en dividende atteignait 39%,

pour un cours de 193 euros. Parmi les autres valeurs européennes qui distribuent régulièrement des dividendes spéciaux, citons la société française BIC et les chaînes d'habillement Inditex (Espagne) et Next (Royaume-Uni) ; un autre nom bien connu est celui du producteur de spiritueux français Rémy Cointreau, qui a versé 1 euro de plus par action en 2022 et en 2023.

La pisciculture, une activité rentable



GETTY IMAGES

Le poisson véhicule une image saine et la demande de saumon d'élevage, en particulier, croît plus vite que la production.

Comme la tendance devrait se maintenir plusieurs décennies encore, les pisciculteurs ont littéralement de l'or entre les mains. Voici quelques-uns des acteurs qui nous paraissent les plus prometteurs, surtout sur le long terme.

Opportunité 1 : Bakkafrost

Idéalement situées, les îles Féroé sont un haut lieu de la pêche et de la pisciculture. L'eau de mer y est à 8 degrés toute l'année et dans les fjords, où elle varie entre 11 degrés en été et 6 degrés en hiver, sa température peut être qualifiée d'extrêmement stable également. L'éleveur de saumon Bakkafrost, dont les activités s'étendent jusqu'à l'Écosse, a donc trouvé l'endroit idéal pour s'installer. Il est coté à la

Bourse norvégienne, mais ses comptes sont libellés en couronnes danoises (DKK), car les îles Féroé font partie du Danemark.

Fondée en 1968 par les frères Martin, Hans et Roland Jacobsen, Bakkafrost reste une société familiale. Regin Jacobsen, son actuel CEO, et Hogni Dahl Jacobsen, son CFO, sont les successeurs de la première génération. Deux Jacobsen détiennent quelque 15,5 % des actions du groupe. Après la crise qui avait décimé les poissons des îles Féroé au début du XXI^e siècle, Bakkafrost a décidé de gérer seule l'ensemble de sa chaîne d'approvisionnement. Sa localisation lui permet de nourrir ses poissons avec des aliments riches en huiles et en protéines de poisson, ce qui exige moins de terres, au profit d'un allègement de l'empreinte écologique. Après 18 mois passés dans des bassins d'eau douce conditionnés, les saumons évoluent pendant

un an dans des filets dérivant dans un fjord ; ayant alors atteint six kilos environ, ils passent ensuite deux mois dans l'eau de mer, après quoi ils sont transportés, transformés et conditionnés. Bakkafrost dispose depuis 2021 de son propre Boeing, ce qui lui permet de maîtriser jusqu'au transport du frais. Le chiffre d'affaires du groupe a été multiplié par trois en 10 ans, pour atteindre 7,1 milliards DKK (soit 1 milliard d'euros) en 2023. Sur le plan opérationnel, la direction distingue des possibilités de progression en Écosse, où les investissements ont été insuffisants par le passé. Les rendements y sont très inférieurs à ceux des sites féroïens, de même qu'à ceux des concurrents écossais. La mortalité des poissons y est trop élevée et le poids moyen des saumons adultes est faible. Les investissements devraient permettre de faire passer les rendements écossais de 30.000 tonnes de sau-

mon en 2023 à 55.000 tonnes en 2028. Simultanément, les rendements, dans les îles Féroé, bondiront de 68.000 à 110.000 tonnes. Le rendement total estimé pour 2028 dépassera donc de plus de 65 % celui de l'an dernier, ce qui devrait stimuler le cours de l'action.

L'entreprise paie un dividende fixé à 30-50 % du bénéfice ajusté par action. Le rendement en dividende s'élève actuellement à 2 % et bien qu'il ait augmenté en 10 ans, il ne s'est pas montré extrêmement stable. Le groupe avait sabré dans le dividende à l'époque de la crise des crédits et de la crise sanitaire.

Pour l'investisseur, les gains de cours s'inscriront plutôt sur le long terme. Les bénéfices sont en baisse cette année mais le bénéfice par action devrait tourner autour de 31,50 DKK l'an prochain. Bakkafrost affiche à ce jour un ratio cours/bénéfice (C/B) de plus de 13 pour 2025. Avec un bilan solide comme le roc, l'entreprise supporterait très bien d'éventuels coups durs.

Opportunité 2 : Mowi

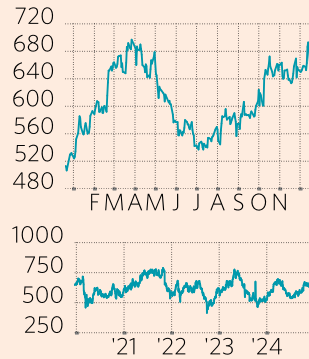
Jusqu'à son changement de nom, en 2018, la norvégienne Mowi s'appelait Marine Harvest. Fondée en 1965 par Unilever, Mowi est devenue, au gré des fusions et acquisitions, une des plus grandes entreprises spécialisées dans les produits de la mer – et en particulier, dans l'élevage de saumons. Forte d'un chiffre d'affaires de 5,5 milliards d'euros en 2023, Mowi est cotée à la Bourse d'Oslo, mais ses rapports sont établis en euros. En choisissant de se

financer en euros plutôt qu'en couronnes norvégiennes (NOK), elle estime avoir économisé quelque 105 millions d'euros en charges d'intérêts en 10 ans. Mowi dispose depuis 2012 d'une division qui produit, en Norvège et en Ecosse, des aliments pour poissons d'élevage : la qualité et la fiabilité de ses aliments ne sont en d'autres termes pas tributaires de tiers. La transformation des poissons adultes étant elle aussi entièrement réalisée en interne, le groupe gère l'intégralité de sa chaîne d'approvisionnement. Avec 20 % environ de part de marché, il est, de loin, le plus grand producteur de saumon atlantique au monde. La Norvège (62 %) et l'Ecosse (12 %) ont assuré près de 80 % des volumes élevés en 2023 ; le Chili s'est arrogé 14,6 % de la production et le Canada, le solde. Le volume brut de poissons récoltés est passé de 436.000 tonnes en 2019 à 475.000 tonnes en 2023. Il devrait augmenter

Ces trois acteurs nous paraissent prometteurs, surtout sur le long terme.

d'environ 20.000 tonnes par an encore, pour atteindre 600.000 tonnes en 2029. Le dividende trimestriel est fixé à 50 % – sinon plus – des bénéfices, et les liquidités excédentaires sont versées sous la forme d'un dividende extraordinaire. Le dividende fluctue, mais il suit la croissance des volumes, du chiffre d'affaires et des bénéfices. Le bénéfice par action sera de 1,05 euro environ (12,25 NOK) cette année ; pour 2025, le consensus table

BAKKAFROST

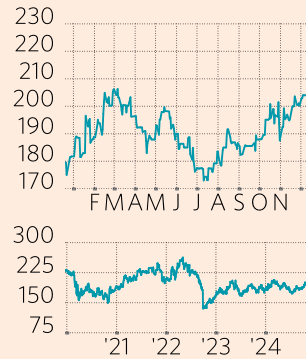


sur 1,45 euro approximativement (17 NOK), soit un ratio C/B de 12. C'est peu, pour une entreprise qui progressera de 4 % par an environ au cours des années qui viennent et qui distribue la moitié de ses bénéfices sous la forme de dividendes. Si le dividende versé au titre de 2025 atteint 8,50 NOK (50 % des bénéfices estimés), le rendement en dividende sera de 4,3 %.

Opportunité 3 : SalMar

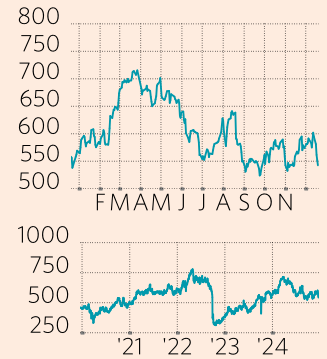
SalMar ASA est un producteur de saumon basé en Norvège et coté à Oslo. Quelques années après sa création, en 1991, il a acquis une licence qui l'autorisait à produire du saumon d'élevage. Alors que ses processus de transformation constituaient à l'origine la base de son modèle commercial, puisque la grande majorité du poisson était exportée à l'état frais ou congelé, l'entreprise dispose aujourd'hui d'un processus vertical entièrement intégré, qui va de la production du poisson d'élevage à la vente du produit fini. Ses diverses acquisitions et ses prises de participations (majoritaires) ont fait passer SalMar du statut d'entreprise disposant d'une unique

MOWI



licence de production de saumon d'élevage en Norvège à celui d'acteur international. La société élève 85 % environ de son saumon en Norvège ; elle possède également des sites en Islande et au Royaume-Uni, ainsi que des bureaux de vente en Asie. Sa stratégie se résume en deux points : premièrement, elle entend produire le moins cher possible, en visant la meilleure efficacité opérationnelle qui soit ; deuxièmement, elle cherche à transformer et à vendre son saumon au meilleur prix, pour maximiser les rendements. Ses volumes ont grimpé de 35.000 tonnes en 2005 à 266.500 tonnes en 2023. Les perspectives pour 2024 ont néanmoins été revues à la baisse, à cause, notamment, de la faiblesse du prix du saumon ; en outre, pour la première fois depuis 2005, les volumes affichent un recul d'une année sur l'autre. Un certain nombre de difficultés ont pesé sur les rendements : nous citerons le retrait (temporaire) d'une licence en Islande, des concentrations relativement élevées de poux de mer au printemps, ainsi que les températures record atteintes par l'eau de mer, qui ont

SALMAR



limité la croissance des poissons de certains sites norvégiens. Les volumes prévisionnels, actuellement arrêtés à 257.000 tonnes pour 2024, sont de 4 % inférieurs à ceux de 2023. Mais SalMar prévoit de renouer avec ses chiffres de croissance habituels, puisqu'elle annonce 294.000 tonnes pour 2025 et 370.000 tonnes pour 2028. Soit une progression de 9,5 % par an. L'histoire du dividende n'est certes pas faite que d'augmentations annuelles ; mais alors que le dividende de l'exercice 2013 était de 8 NOK, il s'est établi à 35 NOK en 2023. Soit, au cours actuel de l'action, un rendement en dividende de 5,9 %. En raison du tassement des résultats, le bénéfice par action sera cette année légèrement inférieur aux 24,30 NOK atteintes l'an dernier. Pour 2025, un bénéfice par action prudemment estimé à 30 NOK donnerait un ratio C/B de 20. C'est un chiffre un peu plus élevé que celui de Mowi et de Bakkafrost mais vu ses excellentes perspectives de croissance à moyen terme, à quoi s'ajoute un rendement en dividende plus élevé, SalMar n'est pas trop onéreuse. **!**

HAL TRUST

La décote dépasse 30%

Le holding HAL Trust a récemment fait part d'une bonne nouvelle : la valeur de son actif net (VAN) est passée de 150,12 euros à 165,95 euros par action sur les neuf premiers mois de l'année. La direction ajoute qu'au cours des semaines qui ont suivi le 30 septembre, la valeur totale du portefeuille a augmenté de 200 millions d'euros. Ce qui porte la VAN estimée par action à 168,16 euros à fin novembre ; elle a progressé de 12 % depuis le début de l'année. L'essentiel de cette hausse est imputable à l'augmentation de la valeur des participations dans Boskalis, Vopak et SBM Offshore. Boskalis étant sortie de la cote, HAL Trust inclut la valeur comptable de cette participation dans le calcul de la VAN. Dans son rapport semestriel, le holding avait indiqué que cette valeur comptable avait augmenté de 7 %, à 4,8 milliards d'euros. Bien que l'action Vopak ait été l'une des valeurs phares de la Bourse

d'Amsterdam cette année, à un ratio cours/bénéfice estimé à 13 pour 2025, elle n'est pas encore trop onéreuse. SBM Offshore est elle aussi très prisée – fin novembre, nous avons recommandé son achat.

HAL Trust continue d'afficher un très bon bilan. Le holding de la famille Van der Vorm dispose d'une trésorerie nette de 2,6 milliards d'euros, ce qui correspond à environ un quart de la capitalisation boursière. Cette trésorerie sera utilisée tôt ou tard. Pour Prodrive Technologies et Pro Gamers, HAL Trust a dû acter des réductions de valeur ; pour Boskalis, ce fut une plus-value.

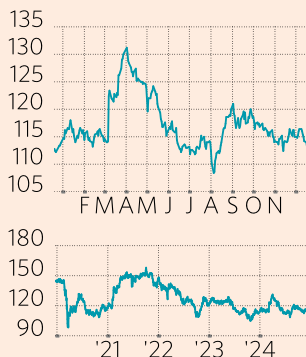
Conclusion

Sur la base de la VAN évaluée à 168,16 euros par action, la décote actuelle est de quelque 32 %. Elle n'a fait qu'augmenter, cette année. La valorisation est donc attrayante – HAL Trust s'est autrefois échangée moyennant une prime. Investir dans ce holding permettant également de s'exposer à des sociétés non cotées intéressantes, nous réitérons notre conseil favorable. **t**

Conseil : acheter
Risque : moyen
Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 18 DÉCEMBRE

HAL TRUST



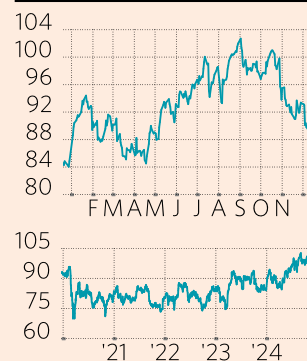
NOVARTIS

Une action à dividende

L'action a enregistré un modeste gain de cours après la Journée des investisseurs (JI). Cette hausse, Novartis la doit à sa révision de la croissance annuelle prévisionnelle de ses ventes en 2023-2028, de 5 % à 6 %. Le géant pharmaceutique s'attend à vendre davantage certains de ses médicaments clés. C'est également pourquoi il prévoit une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires (CA) de 5% en 2024-2029, en dépit de l'arrivée à échéance de brevets de traitements très rentables.

Ainsi Novartis table-t-il pour le Kesimpta (contre la SEP) sur un CA maximal de plus de 6 milliards de dollars (un peu moins de 2,3 milliards sur les 9 premiers mois de l'année) ; pour le Pluvicto (cancer de la prostate), sur 5 milliards (plus d'un milliard sur les 9 premiers mois) ; pour le Fabhalta (HPN), sorti il y a peu, sur plus de 3 milliards de dollars. Les trois comptent parmi ceux qui devront compenser les pertes de brevet, notamment celui, en 2029, du Cosentyx (psoriasis), qui a apporté 4,5 milliards de dollars au CA sur les 9 premiers mois, et, en 2026, de l'Entresto (insuffisance cardiaque), qui a assuré 5,6 milliards de dollars du CA sur la même période. Des génériques de ce dernier traitement sont par ailleurs susceptibles d'être lancés autour de mi-2025.

NOVARTIS



Les nouveaux médicaments en pipeline ont été détaillés au cours de la JI, mais rien de vraiment innovant n'a été annoncé.

Conclusion

Le ratio d'endettement du géant suisse n'est que de 0,7. Des acquisitions et une hausse du dividende sont donc envisageables. La JI n'a pas incité les analystes à revoir à la hausse leur bénéfice prévisionnel. Nous considérons de plus en plus l'action comme une valeur à dividende. Le dividende augmente d'ailleurs chaque année. Compte tenu du ratio cours/bénéfice (13) et (surtout) du rendement du dividende (3,7 % brut) attendu, le titre est à conserver. **t**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 18 DÉCEMBRE

GROUPE COLRUYT

Une dynamique d'inflation à nouveau défavorable

Les résultats de Colruyt, et donc le cours de son action, sont le jouet de vagues d'inflation depuis la crise sanitaire. En 2021 et 2022, les prix d'achat ont augmenté beaucoup plus rapidement que les prix de vente, ce qui a nui aux marges bénéficiaires et fait dégringoler le titre. Un redressement spectaculaire s'est produit en 2023 mais

Avec une trésorerie nette de 302 millions d'euros, le bilan satisfait à nouveau aux normes, élevées, que s'impose le groupe.

cette année, la balance a de nouveau penché du mauvais côté, au (léger) détriment des marges bénéficiaires. Et quand l'inflation des denrées alimentaires n'augmente pas au même rythme que l'inflation générale, le détaillant est doublement pénalisé puisque, du fait de l'indexation automatique des salaires, le coût de la main-d'œuvre tend davantage à suivre l'inflation générale que l'inflation alimentaire. Au premier semestre de l'exercice décalé 2024/25, la marge d'exploitation est tombée à 4,5 %, contre 4,7 % au cours de la même période l'année précédente.

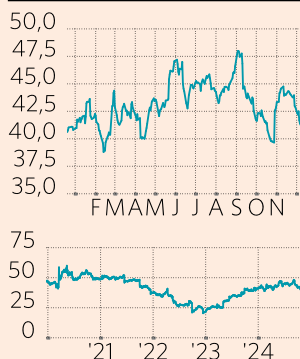
A présent que l'inflation est sous contrôle, les résultats de la chaîne vont toutefois redevenir plus stables et plus prévisibles. La direction espère à tout le moins égaler, sur l'ensemble de l'exercice, les

368 millions d'euros de bénéfice net réalisés en 2023/24. A ce chiffre correspond un bénéfice de 2,8 euros par action environ, soit un ratio cours/bénéfice de 14. Le titre est donc très raisonnablement valorisé, mais aucune perspective d'appréciation n'est en vue. Ceci étant, avec une trésorerie nette de 302 millions d'euros, le bilan satisfait à nouveau aux normes, élevées, que s'impose le groupe.

Le chiffre d'affaires a lui aussi enregistré une légère baisse (de 0,5 %). Alors que les prix des denrées alimentaires n'ont que modérément augmenté, les ventes en magasins ont cédé 3,2 %, ce qui a effrayé les investisseurs. La direction ne manque jamais d'évoquer le caractère concurrentiel du marché de la vente au détail belge et les incertitudes économiques qui pèsent sur la confiance des consommateurs. La part de marché du groupe est passée de 31,6 % à 31,2 %, en partie parce qu'un nombre croissant



COLRUYT



Cours : 37,6 euros

Ticker : COLR:BB

Code ISIN : BE0974256852

Marché : Euronext Bruxelles

Capit. boursière : 4,8 milliards EUR

C/B 2023 : 15

C/B attendu 2024 : 14

Perf. cours sur 12 mois : -3 %

Perf. cours depuis le 1/1 : -7 %

Rendement du dividende : 3,6 %

de magasins indépendants, dont ceux d'Ahold Delhaize, ouvrent désormais le dimanche, une solution qui serait trop coûteuse pour Colruyt, qui travaille avec des contrats d'emploi tradition-

nels. L'an dernier, le détaillant avait pu profiter des grèves des magasins Delhaize.

Au lieu de se concentrer sur son cœur de métier, l'entreprise investit massivement dans le fitness – elle achète 40 clubs belges à NRG, pour les fusionner avec ses 40 clubs Jims. Les investisseurs se demandent depuis longtemps si trop d'attention et de capitaux ne sont pas consacrés à des activités accessoires, encore loin d'être rentables. La division Santé, Bien-être et Non alimentaire ne représente que 4,2 % du chiffre d'affaires et 0,5 % du bénéfice de l'enseigne. Mais la direction voit en cette offre de produits et services sains un pilier de sa stratégie de long terme, ainsi qu'un moyen d'attirer une clientèle jeune.

Conclusion

Cette année non plus, l'évolution des prix n'a pas été à l'avantage de Colruyt, dont le chiffre d'affaires a souffert de l'effritement des parts de marché et de l'ouverture des magasins Delhaize le dimanche. Dans le meilleur des cas, le bénéfice de 2024/25 sera équivalent à celui de l'an dernier. Avec un ratio cours/bénéfice de 14, la valorisation est très raisonnable mais en l'absence de perspectives de croissance dans l'immédiat, aucune appréciation de l'action n'est à l'ordre du jour. Nous conseillons toujours de la conserver. **1**

Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 20 DÉCEMBRE

ORACLE

Léger ralentissement

Les résultats du deuxième trimestre (septembre-novembre) de l'exercice décalé 2025 ont beau avoir répondu à la plupart des attentes, ils n'ont pas permis à l'action de bondir.

Le chiffre d'affaires (CA) a augmenté de 9 % en glissement annuel, à près de 14,1 milliards de dollars. Le bénéfice ajusté par action est, à 1,47 dollar, inférieur de 1 % au consensus. La marge d'exploitation a crû de près de 2 %, à 40 %. Oracle doit sa croissance quasi exclusivement à l'activité *cloud*. Le CA des services *cloud* a gagné près de 25 %, à 5,9 milliards de dollars ; celui des applications a progressé de 10 %, à 3,5 milliards, celui des infrastructures, de 52 %, à 2,4 milliards. Grâce aux nouveaux contrats, le CA non encore réalisé s'est hissé à 97 milliards de dollars. Dans les autres divisions, tantôt le CA est demeuré stable (ventes de licences, hardware), tantôt il a légèrement reculé (services). Les dépenses

d'investissement atteindront 14 milliards de dollars au cours de l'exercice actuel. A fin novembre, la dette nette dépassait les 77 milliards de dollars. Les dépenses d'investissement allant croissant (centres de données à construire), le flux de trésorerie disponible a été négatif (-2,7 milliards de dollars) au deuxième trimestre. Il devrait cependant être positif (de près de 10 milliards) sur l'exercice. Pour le troisième trimestre, Oracle pronostique une croissance de 10 % du CA et de 8 % du bénéfice par action.

Conclusion

Après la publication des résultats, l'action a chuté et se négocie aujourd'hui quelque 12 % en deçà de son plus haut. Mais à 9 fois le CA et à quelque 30 fois le bénéfice attendus, la valorisation est bien supérieure à la moyenne sur cinq ans. C'est le cas de la plupart des entreprises technologiques aujourd'hui, mais s'agissant d'Oracle, l'écart est de plus de 50 %, ce que la croissance ne justifie pas. Notre conseil de vente est maintenu. **Ⓛ**

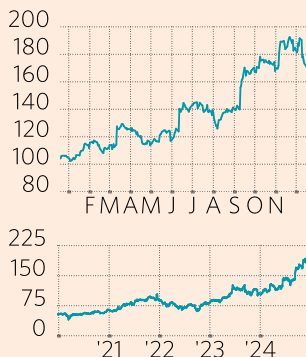
Conseil : vendre

Risque : moyen

Rating : 3B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 19 DÉCEMBRE

ORACLE



WALMART

Toujours en pleine forme

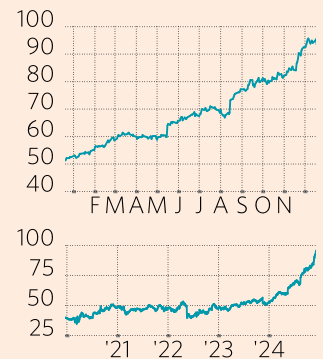
La croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices de la chaîne d'hypermarchés s'est accélérée dans toutes les divisions, au troisième trimestre. Aux Etats-Unis, le nombre de transactions a augmenté (+3,1 %). Il n'en est pas allé autrement chez son concurrent Target. Toutefois, Walmart peut se prévaloir d'être parvenu à attirer une plus grande part des consommateurs aux revenus élevés et d'avoir vu le revenu par transaction croître de 2,1 %.

En glissement annuel, aux Etats-Unis, le chiffre d'affaires de Walmart a progressé de 5,5 %, à 114,9 milliards de dollars, porté par l'e-commerce (+22 %) et les publicités (+26 %), et le bénéfice d'exploitation a gagné 9,1 %, à 5,4 milliards de dollars.

La division Walmart International a enregistré une forte croissance du chiffre d'affaires (organique : +12,4 %) et du bénéfice d'exploitation (+16,7 %) ; les Big Billion Days – il s'agit de la grande-messe commerciale organisée par Flipkart, en Inde – tenus fin octobre y ont bien contribué. Au quatrième trimestre, la base de comparaison commencera à être défavorable.

Quant à la division Sam's Club, elle a enregistré un chiffre d'affaires de 22,9 milliards de dollars (+3,9 % en glissement annuel) et un bénéfice d'exploitation de

WALMART



0,6 milliard de dollars (+6,9 %).

Conclusion

Le chiffre d'affaires consolidé s'étant élevé à 169,6 milliards de dollars (+5,5 %) et le bénéfice d'exploitation total, à 6,7 milliards de dollars (+8,2 %), le leader mondial de la grande distribution a revu à la hausse ses prévisions pour l'exercice. Le bénéfice par action devrait finalement tourner autour de 2,45 dollars. Walmart affiche toujours une santé de fer, mais le cours de l'action a déjà augmenté de quelque 80 % cette année. Le ratio cours/bénéfice atteint désormais 38, un niveau trop élevé. C'est pourquoi nous recommandons de vendre. **Ⓛ**

Conseil : vendre

Risque : faible

Rating : 3A

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 19 DÉCEMBRE

ARIS MINING

A l'aube de la croissance

Aris Mining, producteur d'or ambitieux, possède deux mines en activité, dotées de beaux plans d'expansion. Sur les 12 derniers mois (jusqu'au 30 septembre), il a produit au total 215.000 onces troy (ozt) d'or, pour un cash-flow opérationnel de 147,2 millions de dollars. Le coût total de production avoisine 1.500 dollars par ozt d'or. Segovia est la mine la plus productive, avec 185.000-195.000 ozt d'or attendues pour 2024. Elle se distingue aussi par la forte teneur en minerai de ses

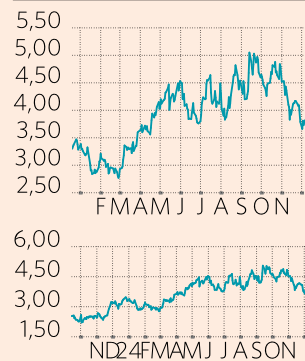
La récente émission d'obligations a suscité un grand intérêt.

réserves. Sa capacité de traitement sera étendue, de 2.000 à 3.000 tonnes par jour. Pour ce faire, un investissement de 15 millions de dollars suffira. Le projet sera prêt au premier trimestre de 2025. La direction s'attend à ce que Segovia livre 250.000 ozt d'or en 2025 et au minimum 300.000 ozt en 2026. Les activités d'exploration, nettement accrues depuis 2023, ont permis de mieux estimer les ressources du projet : celles-ci ont fait un bond. Malgré la hausse notable attendue de la production de Segovia à partir de 2025, la société vise à en prolonger la durée de vie à sept ans au bas mot d'ici deux ans. L'autre actif, Marmota, est une petite mine à ciel

ouvert qui produit environ 25.000 ozt d'or par an. Aris Mining investit 280 millions de dollars pour y construire une mine souterraine. Sur le budget total, 122 millions de dollars seront financés par un accord de streaming avec Wheaton Precious Metals, et le solde, à l'aide des fonds disponibles et des cash-flows issus de la production. Après le démarrage de la mine souterraine, prévu en 2026, la production totale (souterraine et de surface) de Marmota atteindra annuellement en moyenne 162.000 ozt d'or pendant 20 ans. Segovia et Marmota produiront dès lors ensemble quelque 470.000 ozt en 2026.

Mais la croissance du groupe proviendra également de ses trois projets majeurs que sont Soto Norte, Toroparu et Juby. En juin, Aris Mining a déboursé 95 millions de dollars pour relever sa participation dans Soto Norte de 20 à 51%. Il entend développer ce gigantesque projet dont les ressources en or sont de 12 millions ozt. La récente

ARIS MINING



Cours : 5,43 dollars canadiens

Ticker : ARIS CN

Code ISIN : CA04040Y1097

Marché : Toronto

Capit. boursière : 928 millions CAD

C/B attendu 2023 : 47,2

C/B attendu 2024 : 15

Perf. cours sur 12 mois : +28,4%

Perf. cours depuis le 1/1 : +20,5%

Rendement du dividende : -

annonce d'un moratoire de deux ans sur les nouveaux permis environnementaux autour de Soto Norte a donc de quoi décevoir. Mais la direction l'avait anticipé en

travaillant sur un plan d'exploitation minière plus petit, largement soutenu par la population locale. Les études préliminaires seront prêtes d'ici mi-2025.

En novembre, Aris Mining a émis pour 450 millions de dollars d'obligations à cinq ans, assorties d'un taux d'intérêt de 8%. L'émission a suscité un grand intérêt. Le produit a servi à rembourser 295 millions de dollars d'obligations en circulation arrivant à échéance en 2026. La dette nette pro-forma s'élève à 233 millions de dollars. Le marché table pour 2025 sur un Ebitda de 300 millions de dollars et pour 2026, de 500 millions de dollars.

Conclusion

La légère baisse du cours de l'or et la déception entourant Soto Norte ont refroidi l'optimisme qui prévalait au début de l'année. L'investisseur en matières premières conscient du risque y décèlera une excellente (nouvelle) opportunité d'acquérir le titre. Avec une valeur de l'actif économique de 4 fois à peine le cash-flow opérationnel prévu pour 2025 et de 2,4 fois pour 2026, il existe un fort potentiel de revalorisation, à condition que la direction réussisse à mettre en œuvre des projets de croissance. Une évolution positive de Soto Norte et/ou de Toroparu soutiendrait également le cours. **t**

Conseil : acheter

Risque : élevé

Rating : 1C

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 20 DÉCEMBRE



Qu'attendre des principales devises en 2025 ?

Voici nos perspectives pour les 10 principales devises étrangères du point de vue de l'investisseur belge que sont les dollars américain, canadien, australien et néo-zélandais, la livre sterling, les couronnes danoise, norvégienne et suédoise, le franc suisse et la livre turque.

Le dollar américain (USD)

Retour sur 2024

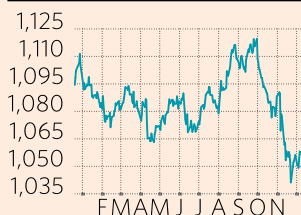
L'économie américaine s'est remise plus vite que prévu des conséquences de la pandémie. Les entreprises ont affiché une résilience surprenante. En septembre, les taux d'intérêt ont été abaissés pour la première fois depuis 2020. Et après les réductions de novembre et décembre, le loyer de l'argent s'établit entre 4,25 % et 4,50 %. En mars dernier, l'inflation était de 3,48 % ; aujourd'hui, elle n'est plus

que de 2,60 %. L'objectif reste de la porter autour de 2 %. L'USD s'est apprécié de près de 3,9 % par rapport à l'euro.

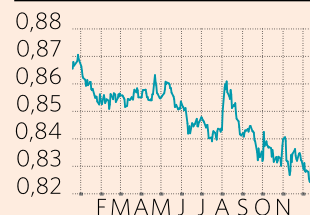
Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

"America First", slogan des deux campagnes de Donald Trump, aura une incidence significative sur l'économie américaine en 2025. L'Amérique doit passer au premier plan et ce sera le cas. L'Asie, et en particulier la Chine, est dans le viseur de la future politique commerciale. Mais l'Europe doit elle aussi s'attendre à des mesures. Les entreprises américaines devraient devenir plus attractives grâce à la baisse promise des impôts et des prix de l'énergie. Mais attention au possible effet boomerang des mesures protectionnistes ! La Chine et, certes dans une moindre mesure, l'Europe rétorqueront. Pour autant, nous ne doutons pas que l'économie

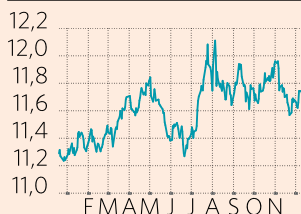
EURUSD



EURGBP



EURNOK



voir ce que les pays non alignés feront de leurs réserves en USD. Peut-être s'en débarrasseront-ils à un rythme accéléré.

Le dollar canadien (CAD)

Retour sur 2024

Si les taux d'intérêt élevés ont continué à peser sur l'activité économique au premier semestre, la Banque du Canada a commencé à réduire ses taux d'intérêt à mesure que l'inflation diminuait. L'initiative a permis une légère reprise vers la fin de 2024. Le gouvernement canadien a investi dans le logement abordable et mis en œuvre des mesures fiscales pour réduire le coût de la vie. Cependant, le déficit budgétaire devrait atteindre 1,3 % du PIB en 2024. L'inflation est tombée à 2,02 %. Les taux d'intérêt ont fortement baissé mais le taux directeur actuel de 3,75 % demeure relativement élevé. Le CAD évolue depuis quelque temps dans une fourchette étroite de 1,45 à 1,50 CAD pour un euro.

américaine restera la plus importante au monde.

Comment évoluera l'USD en 2025 ?

Le billet vert est la monnaie la plus échangée, et est considéré comme l'une des plus sûres au monde. Nous ne pensons pas que cela changera de sitôt. Lorsque l'administration Trump avait annoncé, début 2018, des droits à l'importation, l'USD avait gagné en vigueur. Ce pourrait à nouveau être le cas à partir de l'an prochain. Mais il reste à



GETTY IMAGES



GETTY IMAGES

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

Après avoir crû modestement en 2024, l'économie canadienne devrait se redresser quelque peu en 2025 également. Les estimations vont de 1,7 % à 2,2 %. Cette reprise est soutenue par l'amélioration des exportations et une légère augmentation des dépenses de consommation. L'inflation devrait se maintenir autour de l'objectif de 2 %. Le chômage pourrait augmenter modérément. Les réductions de taux mises en œuvre par la Banque du Canada stimuleront les investissements. Reste à voir ce que donneront les mesures annoncées par Donald Trump à l'encontre du Canada.

Comment évoluera le CAD en 2025 ?

La valeur du CAD est étroitement liée au prix du pétrole. Si le prix de ce dernier augmente, comme beaucoup le pensent, le CAD pourrait faire de même. Cette monnaie est cyclique en ce sens qu'elle dépend fortement des prix de l'énergie et des matières pre-

mières. Nous ne prévoyons pas d'importantes fluctuations du CAD en 2025.

Le dollar australien (AUD)

Retour sur 2024

L'économie australienne a connu une croissance modeste ; le dernier produit intérieur brut (PIB) publié pointe même vers une stagnation. La Reserve Bank of Australia (RBA) a indiqué que l'inflation diminuait. A 3,9 %, elle reste toutefois trop élevée ; la RBA vise 2-3 %. Le taux de chômage a légèrement augmenté, pour s'établir juste au-dessus de 4 %, mais le marché du travail est toujours trop tendu. Les taux d'intérêt ont été ajustés pour la dernière fois en janvier ; le taux directeur principal est depuis fixé à 4,35 %. Ce niveau élevé, associé à l'inflation, a bridé les dépenses des ménages et les investissements. Parallèlement, l'augmentation des impôts et la baisse des niveaux d'épargne ont exercé une pression supplémentaire sur l'économie.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

La RBA prévoit un léger redressement de la croissance, notamment grâce à une reprise de la consommation et des investissements. L'inflation devrait tomber à environ 3 %. Cette évolution est positive pour les ménages, mais la hausse du chômage et les incertitudes persistantes concernant l'économie mondiale pourraient ralentir la conjoncture. La stabilisation de l'inflation et l'amélioration du climat d'investissement restent des priorités. Le gouvernement continue donc d'investir dans les infrastructures. Oxford Economics prévoit désormais pour 2025 une croissance de 2 %.

Comment évoluera l'AUD en 2025 ?

L'évolution de l'AUD dépendra de plusieurs facteurs économiques et de la trajectoire géopolitique. Le retour de Donald Trump pourrait attiser les incertitudes, ce qui nuirait probablement à l'AUD, surtout si les droits à l'importation américains sont relevés. En revanche, la nor-

L'AUD s'appréciera en cas de redressement des prix des matières premières ou de rebond des exportations, en particulier vers la Chine.

malisation de l'économie mondiale pourrait stabiliser la monnaie. Elle s'appréciera en cas de redressement des prix des matières premières ou de rebond des exportations, en particulier vers la Chine.

Le dollar néo-zélandais (NZD)

Retour sur 2024

Le PIB a progressé de 1,4 %, soit nettement plus qu'attendu. Sa croissance a surtout été portée par une embellie dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche, ainsi que par le rebond du secteur de la construction. Le NZD a beaucoup fluctué en 2024, et perdu 2,15 % face à l'euro. Après de nombreuses tergiversations, la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) a abaissé le taux directeur à 4,25 %. Cette baisse a réduit l'attrait du NZD pour les investisseurs internationaux. L'inflation ne s'élève plus qu'à 2,2 %.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

La croissance économique devrait légèrement s'accélérer ; Fitch Solutions table sur 1,5 %. L'inflation devrait en revanche poursuivre son reflux, ce qui stimulera la conjoncture. La RBNZ pourrait encore abaisser ses taux. Le marché du travail reste tendu, ce qui tire les salaires vers le haut. Le gouvernement n'aura d'autre choix que de revoir sa politique d'immigration pour attirer les travailleurs étrangers.

Comment évoluera le NZD en 2025 ?

Les baisses de taux de la RBNZ et la vigueur relative du dollar américain renforcent l'attrait de ce dernier, qui offre également des rendements plus élevés. Tout nouvel assouplissement monétaire rendra le NZD moins séduisant. Les tensions planétaires et les

fluctuations de la demande de matières premières, en particulier en Chine, pourraient peser sur le cours de change du NZD.

La livre sterling (GBP)

Retour sur 2024

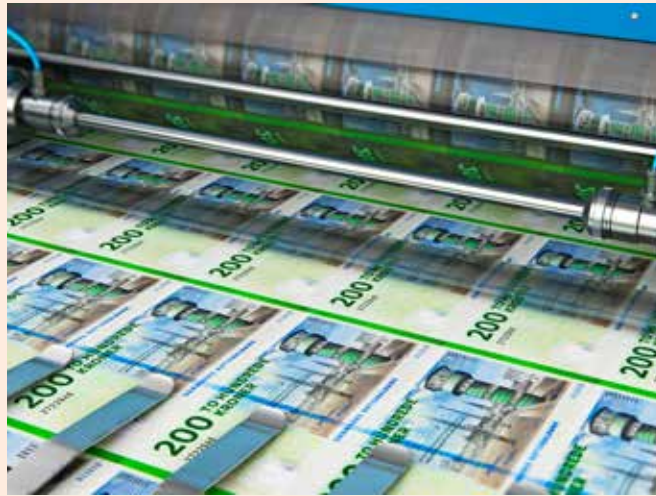
L'économie britannique a connu une croissance d'environ 0,6 % en 2024. Le nombre de faillites a grimpé en flèche. Les entreprises peinent à trouver du personnel adéquat et les taux d'intérêt élevés (4,75 %) les dissuadent de conclure des financements. La dépendance de la Grande-Bretagne à l'égard des importations en dehors de l'UE a été décuplée par le Brexit. La forte augmentation du déficit budgétaire contraint le gouvernement à procéder à des coupes budgétaires. L'inflation, qui avait baissé au début de l'année, est déjà repartie à la hausse et atteint 2,27 %. La GBP s'est appréciée de 4,55 % par rapport à l'euro, en 2024.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

L'économie britannique devrait croître de quelque 2 %. L'inflation devrait baisser à 2 % environ, voire moins, ce qui pourrait renforcer le pouvoir d'achat des consommateurs. La Banque d'Angleterre (BoE) devrait continuer à réduire les taux d'intérêt pour stimuler la croissance économique. Le marché du travail reste relativement stable mais les salaires continueront d'augmenter.

Comment évoluera la GBP en 2025 ?

Les prévisions concernant la GBP sont pour la plupart



positives. La monnaie est soutenue par l'idée que la BoE devrait abaisser ses taux d'intérêt dans une mesure moindre que d'autres banques centrales. Cela renforcera encore l'attrait relatif de la GBP, en particulier par rapport au billet vert et à l'euro.

La couronne danoise (DKK)

Retour sur 2024

L'économie danoise a connu une robuste croissance en 2024, tirée pour l'essentiel par les exportations nettes. La production industrielle s'est redressée au second semestre, les exportations de produits pharmaceutiques (en particulier l'Ozempic) et le fret maritime y étant pour beaucoup. L'inflation avait reculé à 1,01 % en juillet, mais elle est remontée graduellement et s'établit aujourd'hui à 1,61 %. Les taux d'intérêt ont baissé à 3 % dans l'intervalle.

La DKK reste arrimée à l'euro par le biais du mécanisme de change européen.

La valeur de la DKK évolue de ce fait dans une fourchette

étroite par rapport à la monnaie unique mais ses fluctuations ne peuvent dépasser 2,25 %.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

L'économie devrait croître d'environ 2,5 %. Les produits pharmaceutiques et le fret maritime en particulier poursuivront sur leur lancée. D'un autre côté, la reprise de l'extraction de gaz en mer du Nord fera à nouveau du Danemark un exportateur net de gaz naturel. L'inflation pourrait augmenter mais restera inférieure à l'objectif de 2 %.

Comment évoluera la DKK en 2025 ?

Le Danemark suivra largement la politique de la Banque centrale européenne. La DKK devrait donc rester stable. Elle demeure une monnaie sûre et continue de séduire les investisseurs internationaux en quête de rendements stables.

La couronne norvégienne (NOK)

Retour sur 2024

L'économie norvégienne a

encore connu une forte croissance, la demande de pétrole et de gaz ne faiblissant pas. La hausse du PIB a surpris par sa vigueur. D'un point de vue historique, le taux d'intérêt est très élevé, à 4,5 %. De 4,77 % en 2023, l'inflation a reflué à 2,58 %, un chiffre bien plus acceptable.

La NOK a en revanche fait bien moins belle figure, faisant mentir le dicton selon lequel des taux d'intérêt élevés et une économie vigoureuse se traduisent par une appréciation de la monnaie. Ici, ce phénomène s'explique probablement par une corrélation plus faible entre les prix du pétrole et la NOK. Par ailleurs, cette dernière est peu liquide. Cela dit, la Norvège affiche toujours la meilleure notation de crédit possible (AAA).

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

La Norvège connaît un niveau d'activité économique supérieur à celui qui était le sien avant la pandémie et les perspectives sont positives. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) table sur une croissance économique de 1,5 % seulement, alimentée par la baisse de l'inflation et par les investissements accrus dans la construction de logements et les projets liés au climat. L'inflation devrait toutefois rester supérieure au niveau visé de 2 % jusqu'à la fin de 2025. La banque centrale norvégienne a averti qu'elle pourrait procéder à de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Le taux de chômage devrait rester faible, autour de 2 %.

Comment évoluera la NOK en 2025 ?

Les potentiels relèvements de taux évoqués pourraient par contre soutenir la NOK. En effet, les taux d'intérêt sont en baisse dans la plupart des autres pays, si bien qu'un investissement en NOK procurerait un avantage en termes de taux. La hausse des prix de l'énergie devrait également stimuler la monnaie, mais dans une moindre mesure qu'auparavant.

La couronne suédoise (SEK)

Retour sur 2024

L'économie a enregistré une faible croissance. Le PIB n'a gagné que 0,3 %. L'inflation a atteint son niveau le plus bas en septembre, à 1,23 %. Depuis, elle a augmenté légèrement, pour s'établir à 1,63 % actuellement, soit bien en deçà des 2 % ciblés. Le gouvernement peut se concentrer désormais sur la relance de la croissance. Les taux d'intérêt, tombés à 2,75 %, pourraient la soutenir. En raison de la conjoncture économique et de la politique monétaire menée, la SEK a fortement fluctué en 2024. Elle s'est dépréciée de 2,20 % par rapport à l'euro.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

Nous nous attendons à ce que l'économie se redresse. Une croissance du PIB de 1,8 % nous paraît possible. La Riksbank poursuivra sans doute l'assouplissement de la politique monétaire, pour soutenir l'économie. La faiblesse de l'inflation et une légère amélioration de la situation du marché du travail y contribueront égale-

ment. Cependant, le chômage reste à un niveau relativement élevé, ce qui pourrait freiner la consommation.

Comment évoluera la SEK en 2025 ?

La politique monétaire souple devrait être bénéfique à la SEK en 2025. Les analystes s'attendent à ce que le taux directeur tombe à environ 2 %. En principe, une baisse de taux réduit l'attrait de la monnaie, mais le rebond attendu de l'économie pourrait contrecarrer cette tendance. Nous ne prendrions toutefois pas le risque de miser sur ce scénario.

Le franc suisse (CHF)

Retour sur 2024

L'économie suisse n'a connu qu'une croissance modérée, inférieure à la moyenne à long terme (1,8 %). L'inflation n'a cessé de diminuer, excepté en novembre. Elle s'établit actuellement à 0,73 %. Le niveau de chômage est resté faible. Le taux directeur est de 1 %, comme en décembre 2022. Au cours des premiers mois de 2024, le CHF a cédé un peu de terrain, sans doute en raison de la baisse inatten-

due des taux d'intérêt. Mais toute l'année, la monnaie a valu un pour cent et demi de plus que l'euro.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

Nous prévoyons une croissance économique d'environ 1,7 %. En effet, la Banque nationale suisse pourrait encore réduire les taux d'intérêt. Les analystes d'UBS tablent déjà sur une baisse en mars et en juin, après quoi le taux directeur s'élèverait à 0,50 %. L'économie suisse, en particulier son secteur pharmaceutique, reste bien positionnée pour profiter du regain des échanges commerciaux mondiaux.

Comment évoluera le CHF en 2025 ?

Une baisse des taux réduira quelque peu l'attrait du CHF et lui évitera une appréciation excessive. Ceci dit, les tensions géopolitiques inciteront de nombreux investisseurs peu enclins à prendre des risques à se tourner vers la Suisse. La valeur du CHF par rapport à l'euro et au dollar devrait demeurer relativement stable.

La livre turque (TRY)

Retour sur 2024

L'inflation a enfin baissé. L'indice des prix à la consommation s'établit actuellement légèrement en dessous de 50 %. L'inflation avait culminé à 75,74 % en mai. Selon les nouvelles estimations du FMI, la croissance du PIB est proche d'un joli 3,6 %. La banque centrale turque a porté le taux directeur à 50 % pour enrayer l'inflation. La TRY a cédé 16,50 % par rapport à l'euro. Elle a atteint un plus bas historique.

Qu'attendre de l'économie en 2025 ?

La croissance devrait encore se tasser. Le gouvernement a déjà pris des mesures en vue de stabiliser l'économie, notamment le maintien d'une politique monétaire stricte et le renforcement des finances publiques. Il entend par ailleurs ramener l'inflation en dessous de 30 % l'an prochain. L'on s'attend à ce que la banque centrale turque réduise les taux d'intérêt.

Comment évoluera la TRY en 2025 ?

Selon nous, la TRY continuera de s'affaiblir face aux principales devises. D'aucuns estiment qu'elle pourrait perdre jusqu'à 20 % par rapport au dollar américain et jusqu'à 10 % par rapport à l'euro. Ce qui exercerait une nouvelle pression sur l'économie, l'inflation et la politique de taux. Les autorités turques menant une politique peu compréhensible, prédire l'évolution de la monnaie est particulièrement ardu. **ⓘ**



GETTY IMAGES

Des turbulences... déjà ?

Comme attendu, la semaine dernière, la Federal Reserve (Fed) a, à l'instar de la Banque centrale européenne (BCE), abaissé encore ses taux d'intérêt. Et pourtant, les indices phares américains ont chuté, et en particulier le Nasdaq, qui a lâché près de 4 % le jour de l'annonce. C'est que la Fed a indiqué qu'elle ne procéderait pas à autant de réductions de taux que prévu en 2025 (probablement deux au lieu de quatre). Une année mouvementée s'annonce-t-elle dès lors pour les marchés financiers ? C'est effectivement l'une de nos prévisions (*lire en page 73 de ce numéro*).

Nous avons intégré en portefeuille modèle une première de nos 10 actions favorites pour 2025 (*lire les pages 69 à 79 de l'édition n° 51*) : First Majestic Silver. D'autres suivront. Boeing, l'une d'elles, connaît un beau mouvement de rattrapage depuis la mi-novembre. Le cours a récemment percé la moyenne à long terme (à 200 jours : 170 dollars) à la hausse pour la première fois

depuis le début de 2024. Comme il y a fort à parier qu'il va s'offrir une pause, nous fixons notre limite d'achat autour de cette moyenne, pour cette première prise de position. En optant pour Boeing, nous nous inscrivons certes à contre-courant, mais l'aviateur a adopté des mesures (dont une augmentation de capital) ces derniers mois, bien déterminé à sortir des turbulences. L'année prochaine, l'action devrait commencer à réduire son retard par rapport aux indices.

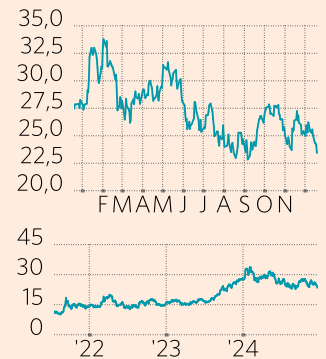
Sprott Physical Uranium Trust : le prix de l'uranium doit augmenter

Ceux qui ont investi dans le secteur de l'uranium sont certainement un peu déçus de l'année qui s'achève. Elle avait démarré sur les chapeaux de roue, puisqu'en janvier, le prix de l'uranium (U308) sur le marché au comptant (spot) avait culminé à 106,75 dollars la livre. L'ascension avait commencé en août 2023, quand le prix spot était de 55 dol-

91 dollars. C'est l'avertissement, en janvier dernier, du plus grand producteur d'uranium au monde, le groupe khazake Kazatomprom, que ses objectifs de production pour 2024 (et probablement aussi pour 2025) ne seraient pas atteints, qui avait propulsé le prix spot au sommet évoqué. Le groupe s'attendait alors à produire 9,5 millions de livres d'U308 de moins que prévu, pour une production mondiale annuelle attendue d'environ 130 millions de livres. Il revit sa prévision pour l'année 2024 légèrement à la hausse en juillet, mais début septembre, annonça qu'il ne produirait que 65-68,9 millions de livres d'U308 en 2025, ou 17 % de moins qu'escompté.

Après la multiplication par deux du prix spot entre août 2023 et janvier 2024, les entreprises de services publics américaines se sont montrées attentistes, face à l'incertitude quant à l'effet concret de la loi interdisant l'importation aux Etats-Unis de produits à base d'uranium russe (des dérogations pourront être accordées jusqu'à fin 2027). Depuis peu, il semble de plus en plus probable que la Russie elle-

SPROTT PHYSICAL



L'offre d'U308 devra plus que doubler d'ici 2040, pour atteindre 300 millions de livres par an.

même n'en autorisera plus les livraisons. Le prix spot de l'U308 est aujourd'hui de 73,4 dollars la livre. Il a cédé plus de valeur qu'estimé, mais tout long marché hausier est synonyme de volatilité. On notera que sur le marché à terme, le prix de la livre ne cesse d'augmenter : de 68 dollars fin 2023 il s'était hissé à 81 dollars fin novembre, dépassant le prix spot. Et ce, alors que, d'environ 91 millions de livres d'U308 à fin novembre, le volume sur le marché à terme est nettement inférieur à la consommation annuelle. Accroître l'offre est tout sauf simple et prend plus de temps qu'attendu, constate, outre les grands acteurs que sont Kazatomprom et Cameco, presque toutes les petites entreprises qui sont en train de (re)lancer leur production (Uranium Energy, enCore Energy, Energy Fuels, Ur Energy, Boss Energy, Paladin Energy et Global Atomic). Quant à la

L'ACTUALITÉ DES SOCIÉTÉS COTÉES

Valeurs de base

- **Cofinimmo** : a annoncé céder encore 11 immeubles de bureaux dans la périphérie bruxelloise et 5 centres de soins répartis en Belgique et aux Pays-Bas, pour un total de 110 millions d'euros. L'objectif de vente fixé pour 2024 est donc dépassé ("pour au moins 215 millions d'euros d'immeubles").

Matières premières

- **NexGen Energy** : a conclu de premiers contrats de vente d'uranium avec des entreprises de services publics américaines ; ils portent sur la livraison de 5 millions de livres d'U308 en 2029-2033. Les prix seront ceux du marché au moment de la livraison. D'autres contrats sont en

cours de négociation, dans le monde entier.

- **Sandstorm Gold Royalties** : versera le 31 janvier un dividende trimestriel (inchangé) de 0,02 dollar canadien par action. Le coupon sera détaché le 22 janvier.

- **Schlumberger** : signe de nouveaux contrats avec le producteur brésilien de pétrole et de gaz Petrobras.

- **Umicore** : en raison de la crise de l'industrie automobile et de l'incertitude entourant la division batteries, l'action vaut à nouveau moins de 10 euros.

Vieillessement

- **Inventiva** : donnera une présentation le 15 janvier à la conférence annuelle J.P. Morgan sur la santé qui se tiendra à San Francisco.

demande, elle est appelée à augmenter, puisque la plupart des pays occidentaux ont saisi que l'énergie nucléaire est indispensable à la transition vers une énergie propre. En outre, un engouement croissant pour les petits réacteurs modulaires (SMR) s'observe. De grandes entreprises technologiques,

par exemple, investissent déjà dans ceux-ci parce que l'intelligence artificielle est et sera de plus en plus gourmande en énergie. Sprott Physical Uranium Trust (SPUT) n'a pu lever cette année "que" 310,6 millions de dollars pour acheter de l'U3O8 : le fonds s'est presque toujours négocié

en deçà de la valeur de l'actif net. Il a ajouté récemment deux agents de vente à son programme ATM, par le biais duquel il peut lever jusqu'à 1 milliard de dollars. Après une hausse de 82,4 % en 2023, la baisse de 15,4 % du prix de l'uranium en 2024 peut décevoir, mais n'a rien d'anormal. Il se redressera

selon nous en 2025. Il le faut, même, pour qu'à terme, l'offre puisse se rapprocher de la demande, laquelle va exploser. Selon les experts, l'offre d'U3O8 devra plus que doubler d'ici 2040, pour atteindre 300 millions de livres par an. SPUT est digne d'achat (rating 1B). **T**

PORTEFEUILLE

Couverture (10,16%)	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	Histoire
Xtrackers S&P500 Inverse	LU0322251520	6,58	3.000	EUR	6,20	€18.588,00	10,16	1B	24/24
Matières premières (62,38%)									
AkerBP	NO0010345853	256,07	200	NOK	215,10	€3.641,35	1,99	1B	46/24
Albemarle Corp	US0126531013	122,50	40	USD	88,92	€3.421,65	1,87	1B	51/24
Cameco	CA13321L1085	10,08	100	USD	52,91	€5.089,95	2,78	1B	47/24
Equinox Gold	CA29446Y5020	5,43	700	USD	5,07	€3.414,14	1,87	1C	49/24
First Majestic Silver	CA32076V1031	5,50	600	USD	5,45	€3.145,74	1,72	1C	51/24
Global X Copper Miners	IE0003Z9E2Y3	25,50	100	EUR	28,24	€2.824,00	1,54	1B	49/24
Global X Silver Miners	IE000UL6CLP7	12,49	1.000	EUR	14,71	€14.710,00	8,04	1B	40/24
Gold Bullion Securities	GB00B00FHZ82	171,72	60	EUR	229,55	€13.773,00	7,52	1A	48/24
iShares Silver Trust	US46428Q1094	22,70	700	USD	26,52	€17.858,59	9,76	1B	36/24
Mosaic	US61945C1036	35,86	150	USD	23,88	€3.445,89	1,88	1B	51/24
NexGen Energy	CA65340P1062	4,44	500	USD	6,98	€3.357,38	1,83	1C	49/24
Pan American Silver	CA6979001089	15,92	200	USD	20,47	€3.938,43	2,15	1B	47/24
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,92	700	USD	5,36	€3.609,43	1,97	1B	42/24
Schlumberger	AN8068571086	47,16	80	USD	36,91	€2.840,60	1,55	1B	44/24
Sipef	BE0003898187	51,61	50	EUR	57,00	€2.961,00	1,62	1B	44/24
Sprott Physical Uranium Trust	CA85210A1049	11,36	700	CAD	23,43	€10.985,26	6,00	1B	52/24
Umicore	BE0974320526	23,96	225	EUR	9,70	€2.236,95	1,22	1B	32/24
VanEck Vectors Gold Miners	IE00BQQP9F84	28,71	350	EUR	36,94	€12.927,25	7,06	1B	49/24
Valeurs de base/trackers (5,34%)									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,53	1.250	EUR	1,88	€2.437,50	1,33	1A	51/24
Cofinimmo	BE0003593044	63,02	70	EUR	52,15	€3.650,50	1,99	1B	51/24
Montea	BE0003853703	67,10	60	EUR	61,30	€3.678,00	2,01	1B	51/24
Vieillessement (8,34%)									
argenx	NL0010832176	13,25	20	EUR	599,80	€11.996,00	6,55	2B	49/24
Biotals	BE0974386188	3,05	600	EUR	3,13	€1.878,00	1,03	1C	51/24
Inventiva	FRO013233012	9,98	300	EUR	2,24	€672,00	0,37	2C	43/24
MDxHealth	BE0974461940	3,19	350	USD	2,16	€727,27	0,40	1C	48/24

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

Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
160.174,60	88,4	22.711,18	12,4	182.885,78	100

Comparaison des performances

	Depuis le 1/1/24		Depuis le 1/1/24
Trends-Tendances Bourse	+6,1%	Bel 20	+13,0%
Euro Stoxx 50	+8,1%	MSCI World	+25,8%

Ordres

Achats : nous avons acquis 600 actions **First Majestic Silver** au prix unitaire de 5,50 dollars.

Ventes : nous avons vendu 200 actions **Pan American Silver** à 21,00 dollars pièce.

ACTION

PulteGroup

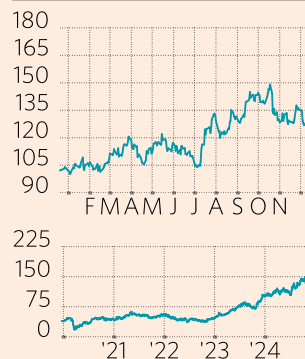
Beaucoup de pays occidentaux connaissent une forte pénurie de logements. L'une des conséquences est qu'elle retarde des événements importants de la vie (mariage, cohabitation, changement de carrière). Nombre de parents signalent qu'en raison de la hausse des prix de l'immobilier, les enfants ne peuvent quitter le domicile parental faute de capacité financière.

PulteGroup affiche une belle croissance depuis plusieurs années et un bilan sain.

Le phénomène se fait un peu plus pressant aux Pays-Bas et en Allemagne. Mais le marché du logement américain pâtit aussi de l'accroissement de la population et d'une offre insuffisante depuis des années. Selon les experts du marché, il manquait 2,5 millions de logements aux Etats-Unis en 2018, un chiffre qui a grimpé à 6-7 millions en 2024. Le nombre de ménages croît aussi plus vite aux Etats-Unis que le nombre de logements neufs, ce qui constitue une aubaine pour les constructeurs. Le retard devra être résorbé tôt ou tard, et PulteGroup est bien placé pour en tirer parti. Ce groupe américain, dont la capitalisation boursière avoisine les 26 milliards de dollars, figure parmi les cinq premiers constructeurs de maisons aux Etats-Unis. Il

opère dans 26 Etats et vise à construire une large gamme de logements, dont des maisons pour primo-accédants et des maisons de très grand luxe. L'une des raisons pour lesquelles investir dans PulteGroup nous séduit est que le groupe a enregistré d'excellents résultats ces dernières années. De 2018 à 2023, il a vu son chiffre d'affaires (CA) progresser de 57 %, à 16,1 milliards de dollars. PulteGroup affiche également une belle croissance cette année. Les analystes prévoient en moyenne un CA de 17,6 milliards de dollars pour 2024, en hausse de 9 % environ en glissement annuel. Dans le même temps, la direction est parvenue à améliorer sensiblement sa rentabilité. Le bénéfice par action pour la période 2018-2023 est passé de 3,60 dollars à 11,72 dollars. La rentabilité a donc augmenté bien plus vite que le CA. Les analystes tablent par ailleurs sur une belle croissance du bénéfice par action au cours des années qui

PULTEGROUP



Cours : 115,89 dollars

Ticker : PHM US

Code ISIN : US7458671010

Marché : NYSE

Capit. boursière : 24,03 milliards USD

C/B attendu 2024 : 8,5

C/B attendu 2025 : 8,5

Perf. cours sur 12 mois : +29 %

Perf. cours depuis le 1/1 : +17 %

Rendement du dividende : 0,6 %

viennent. Cette année, le bénéfice par action est estimé à 13,40 dollars environ, et il pourrait atteindre 15 dollars d'ici 2026. Avec un ratio cours/bénéfice estimé à

8,5 pour 2025, PulteGroup n'est pas cher, compte tenu de ses perspectives favorables et de son bilan sain, qui permet à la direction d'offrir aux actionnaires un dividende croissant et des rachats d'actions. Si le dividende trimestriel de 0,22 dollar (rendement du dividende de 0,6 %) est encore modeste, le programme de rachat d'actions génère un rendement de plus de 3 % au cours actuel.

Conclusion

L'un des risques liés à l'investissement dans une entreprise de construction est qu'une récession guette toujours à court terme. La pénurie structurelle de logements et la baisse des taux d'intérêt devraient atténuer ces conditions de marché difficiles. En revanche, les scénarios de hausse des taux et des coûts de construction en raison de l'inflation par les coûts pourraient peser sur les marges. Il convient de tenir compte en outre du risque de demandes d'indemnisation si, par exemple, la qualité de biens immobiliers livrés déçoit les acheteurs. Il n'y a cependant pas de rendement sans risque et, vu l'étroitesse du marché du logement, nous jugeons bonnes les opportunités d'investissement : l'action PulteGroup a sa place dans un portefeuille bien diversifié. **t**

Conseil : acheter

Risque : moyen

Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 20 DÉCEMBRE

