



SOMMAIRE

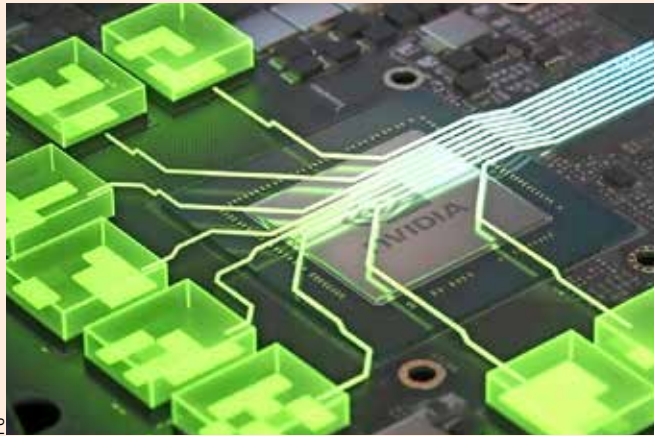
Analyses	70-71
Le retour des petites et des moyennes capitalisations	
Le marché européen des véhicules de loisirs	
Actions	72-77
UCB, WDP argenx	
ASML, BAM Umicore	
LVMH, Volkswagen Microsoft	
Question d'investissement	78
Inventiva	
Analyse technique	79
AEX Aalberts AkzoNobel ExxonMobil	
Autres investissements	80
Options sur ASML et Heineken Dérivés : ETF axés sur les petites et les moyennes capitalisations	
Obligations	81
La Fed va abaisser ses taux en septembre	
Portefeuille	82-83
Cameco	
Le tuyau de la semaine	84
Norwegian Cruise Lines Holdings	

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

- Analyse : l'industrie néerlandaise des semi-conducteurs
- Cofinimmo
- Fagron
- Ontex
- Unilever

DISCLAIMER

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



AVANT-PROPOS

Ascension de la tech : de premières failles

Ça y est ! Il y a deux semaines, l'indice Standard & Poor's 500, baromètre par excellence de Wall Street, a perdu plus de 2 % en un jour, marquant la première "mauvaise" séance depuis le 21 février 2023. Ce même jour, le 24 juillet, le Nasdaq, qui regroupe les valeurs technologiques, a pour sa part abandonné près de 4 %. NVIDIA mérite un gros plan. Depuis son pic historique, le champion de l'intelligence artificielle a connu quatre (très) mauvaises séances boursières, perdant plus de 5 %. Contrairement aux indices, le titre vedette du Nasdaq n'a donc pas réussi à établir un nouveau record historique depuis la mi-juin. D'autres champions technologiques parmi les Sept Magnifiques (outre NVIDIA, Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft et Tesla Motors) cèdent aussi régulièrement plusieurs points de

pourcentage en une seule séance. L'essor de la tech, qui dure depuis un an et demi, commence à connaître des interruptions. Autre constat : la prépondérance des valeurs technologiques à Wall Street s'est réduite, ce qui s'explique aussi par le beau rattrapage, en juillet, des petites et des moyennes capitalisations, restées jusqu'alors dans l'ombre. L'indice Dow Jones (valeurs "classiques") et le Russell 2000 (petites entreprises) ont invariablement battu le Nasdaq ces dernières semaines, alors que cela n'avait jamais été le cas l'an dernier – les marchés étaient dominés par la technologie en général et les Sept Magnifiques en particulier. La capitalisation boursière totale du S&P 500 a gonflé de quelque 6.000 milliards de dollars au premier semestre. Les sept valeurs vedettes, qui représentent

1,4 % du nombre d'actions de l'indice des 500 principales sociétés américaines cotées, sont à l'origine de 57 % de cette hausse (3.400 milliards de dollars). Mais depuis le début des vacances d'été, leur contribution s'est nettement réduite.

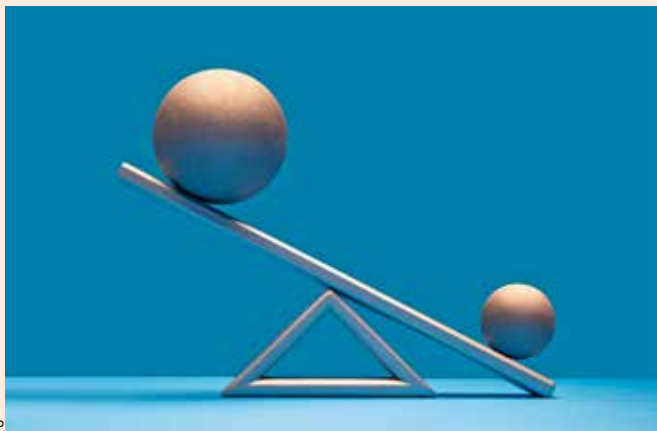
Entre-deux

En d'autres termes, la hausse du marché repose désormais sur une base plus large. Si, en soi, il convient de s'en réjouir, notons qu'il s'agit d'un phénomène typique d'une fin de phase haussière. Le petit segment de marché encore correctement valorisé se renchérit à un rythme accéléré et il ne reste plus, globalement, que des titres chers, accroissant dangereusement le risque d'une correction générale.

Si, le 28 août, les trimestriels de NVIDIA déçoivent, l'action risque de plonger.

Nous pronostiquons toujours un second semestre très difficile sur les marchés boursiers internationaux. Mais bien que l'ascension de la tech commence à connaître des interruptions, il n'est pas à exclure que le S&P 500 marque un prochain sommet dans les semaines à venir. Ce ne serait que passer. Le sommet historique a en tout cas été atteint. Le 28 août, les yeux seront rivés sur NVIDIA : ses trimestriels seront-ils extraordinaires, ou "simplement" bons ? Toute déception amorcera (ou confirmera) la descente aux enfers de l'action. **!**

Le retour des petites et des moyennes capitalisations



Les petites et les moyennes capitalisations, c'est-à-dire les actions dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard et à 10 milliards d'euros respectivement, suscitent toujours la méfiance. Ces dernières années, les investisseurs leur ont clairement préféré les très grandes entreprises, telles qu'Apple, Microsoft et NVIDIA, ainsi que les mégacapitalisations européennes, comme ASML et LVMH.

Rendements supérieurs à la moyenne

Or, nombre de petites et de moyennes capitalisations offrent des opportunités d'investissement intéressantes. Sur de longues périodes, elles produisent des rendements supérieurs à la moyenne.

Aux Etats-Unis comme dans plusieurs pays d'Europe, les petites et les moyennes entreprises tendent à sous-performer en Bourse, ces dernières années. Le sentiment négatif à l'égard des petites d'entre elles tient au

fait qu'elles sont généralement plus sensibles à l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt parce qu'elles affichent souvent de moins bons bilans et ont davantage besoin de financement que les grandes. En outre, les petites entreprises disposent souvent d'un plus faible pouvoir de fixation des prix que les grandes.

Les actions de petites entreprises méritent néanmoins que les investisseurs privilégiant le long terme s'y intéressent. Avant tout pour leur plus grand potentiel de croissance. Il est plus facile pour ces entreprises de multiplier par deux leur chiffre d'affaires que pour les très grandes. Ajoutons que les petites et les moyennes capi-

talizations font l'objet de bien moins d'échanges sur les marchés boursiers et que souvent, peu d'analystes les suivent.

Risque plus élevé

Par conséquent, un investissement dans ce segment comporte plus de risques. On peut donc en attendre des rendements plus importants. Plusieurs études confirment que c'est le cas sur le long terme. Il en ressort aussi que les entreprises prometteuses à la croissance rapide entrent moins vite en Bourse en raison de réglementations plus strictes et que les véritables bijoux peuvent rester dans les mains d'acteurs du capital-investissement. Aussi l'engouement croissant pour l'investissement passif (en ETF) pourrait-il nuire durablement à la valorisation des petites entreprises. Dans la pratique, de plus en plus d'argent atterrit dans les grandes capitalisations par le biais de l'investissement passif. Les études montrent par ailleurs que les équipes dirigeantes des grandes entreprises sont généralement plus expérimentées et que les petites entreprises peuvent être plus durement

touchées par les récessions et l'innovation disruptive.

Tous ces arguments sont valables, et semblent pris en compte par les cours des actions. Les ratios cours/bénéfice des petites capitalisations européennes, par exemple, sont aujourd'hui inférieurs de plus de 10 % à leur moyenne décennale et l'écart de valorisation entre les petites et les grandes valeurs est étonnamment élevé, tant aux Etats-Unis qu'en Europe.

Plus faiblement valorisées aujourd'hui, les petites entreprises sont encore plus susceptibles d'être rachetées que par le passé.

Potentielles baisses des taux

Si plusieurs baisses des taux d'intérêt finissent par avoir lieu, le segment des petites et des moyennes capitalisations connaîtra des temps meilleurs. Il s'agira néanmoins de bien se renseigner sur elles et de bien répartir les risques. Nombre de petites et de moyennes entreprises étaient au départ de grandes capitalisations, mais les cours ont plongé, tantôt parce qu'elles n'ont pas réussi à produire suffisamment de liquidités, tantôt parce qu'elles étaient trop endettées. **ⓘ**

Les acteurs du capital-investissement à l'affût

Par le passé, les petites entreprises ont régulièrement affiché des valorisations boursières plus élevées que les grandes entreprises, notamment parce qu'elles étaient plus susceptibles d'être rachetées. Compte tenu de leurs valorisations relativement faibles aujourd'hui, la probabilité qu'elles le soient est encore plus grande.

Selon Bank of America, les fonds de capital-investissement disposent d'un montant record de liquidités de 2.500 milliards de dollars au total, qu'ils investiront tôt ou tard. L'année dernière, sur la seule place d'Amsterdam, plus de 5 % des sociétés a disparu par suite d'un rachat.

Selon Bloomberg, la prime que les acteurs sont prêts à payer pour retirer des entreprises de la cote a considérablement augmenté au fil de ces dernières années : de 25 % à près du double en moyenne. Cela confirme que de nombreuses petites actions ne sont pas valorisées comme elles le méritent.

“Dans ma caravane, je suis Superman...”



PG

Les dernières années ont été très fastes pour les constructeurs de camping-cars et caravanes. Les commandes de ces véhicules permettant de voyager sans s'exposer au Covid-19 ont bondi pendant la crise sanitaire. La situation s'est depuis normalisée et les cours des actions de ces sociétés sont bien inférieurs à leur pic de 2021. Toutefois, les tendances et perspectives à long terme restent très positives. Le cabinet Straits Research évalue le taux de croissance mondial à 7,8 % pour la période 2022-2031 ; le marché des véhicules de loisirs passerait de 54 à 96 milliards de dollars. A 9 %, la croissance attendue en Europe est même un peu plus élevée. Deux acteurs européens ont les meilleures chances d'en tirer profit.

Favori 1 : Knaus Tabbert

L'allemand Knaus Tabbert est coté depuis septembre 2020, lorsque H.T.P. Investments1 et Catalina Capital

Partners (qui détiennent encore respectivement 41 % et 25 % des titres) ont introduit 34 % des actions en Bourse. Knaus Tabbert adopte une stratégie multi-marques visant à fournir à chaque groupe cible son type de véhicule de loisirs préféré, à un tarif adapté. Le portefeuille compte cinq marques : Knaus (véhicules à un prix moyen), Tabbert (caravanes), Weinsberg (véhicules d'entrée de gamme), T@B (caravanes au design rétro) et Morelo (camping-cars de luxe coûtant jusqu'à 750.000 euros).

Les perspectives à long terme pour le marché européen des véhicules de loisirs sont positives.

Mi-2023, Knaus Tabbert a indiqué viser une croissance annuelle du chiffre d'affaires (CA) de 16-18 %, soit un doublement des ventes d'ici à 2027. Cela semble très ambitieux, mais en termes orga-

niques, le CA du groupe a progressé de manière ininterrompue ces 15 dernières années, indépendamment des cycles de marché. L'innovation, la transition électrique et l'amélioration du mix produits devraient alimenter la croissance future. Les véhicules plus coûteux contribueraient davantage au CA.

Le CA a bondi de 37 % en 2023, à 1,45 milliard d'euros. La direction vise 2 milliards d'euros en 2027, soit 39 % de plus qu'en 2023. La marge d'Ebitda (cash-flow d'exploitation/CA) devrait grimper à 10 % à moyen terme (8,6 % en 2023). Si ces objectifs sont effectivement atteints, l'Ebitda de 2027 dépassera de 60 % celui de 2023, ce qui se traduira par une nette hausse du bénéfice par action (BPA) et du dividende. Knauf Tabbert entend distribuer au moins 50 % du bénéfice net. Au cours actuel de l'action, le ratio cours/bénéfice s'élève à 7 et le rendement du dividende, à 7,5 %. Le titre est donc très attrayant.

Favori 2 : Trigano

Le français Trigano est un acteur majeur du secteur européen des véhicules de loisirs. La France a assuré environ un tiers de son CA en 2023, l'Allemagne, 25 % et le Royaume-Uni, 11 %. La fabrication de camping-cars et caravanes apporte 85 % du CA. Le portefeuille compte 27 marques, dont Adria, présente sur tous les segments.

Après d'excellentes années, Trigano souhaite encore accroître ses ventes en se concentrant sur la production de véhicules moins onéreux. Au cours de l'exercice 2023, clos en août, Trigano a généré un CA de 3,5 milliards d'euros, en hausse de 9,4 % par rapport à 2022 et de près de 50 % par rapport à 2019. Pour l'exercice en cours, Trigano vise une nette hausse du CA, et des marges stables. Sur les neuf premiers mois de l'exercice, les ventes ont déjà progressé de 15,4 %, à 3,05 milliards d'euros. Le CA total devrait donc flirter avec les 3,9 milliards d'euros. Pour 2024, le BPA est estimé à 18 euros et le ratio cours/bénéfice, à 6,3 seulement. Trigano n'a pas de politique fixe en matière de dividendes, mais ce dernier n'a jamais reculé depuis 2008. Le rendement du dividende est actuellement de 3,1 %. Sur un marché relativement cyclique comme celui des véhicules de loisirs, les ratios d'une seule année sont rarement représentatifs. Toutefois, le récent repli du cours de l'action nous semble offrir une belle fenêtre d'entrée, au vu des perspectives de croissance à long terme. ①

UCB

De nouveaux moteurs de croissance efficaces

UCB a vu son chiffre d'affaires (CA) augmenter de 8 % sur un an au premier semestre, à 2,79 milliards d'euros (+10 % hors effet de change) ; les analystes tablaient sur 2,7 milliards d'euros.

Le Cimzia reste le médicament phare du groupe. Malgré l'expiration du brevet aux Etats-Unis, la baisse du CA généré par ce traitement immunologique s'est limitée à 2 %, à 997 millions d'euros. Le Bimzelx (nom commercial du bimekizumab) a dégagé un CA de 215 millions (dont 85 millions outre-Atlantique), dépassant les attentes. Aux Etats-Unis, après l'approbation pour le psoriasis en novembre 2023, UCB table d'ici fin 2024 sur un feu vert pour les trois autres indications déjà approuvées en Europe (arthrite psoriasique, spondylarthrite axiale et maladie de Verneuil). L'Eventy (ostéoporose), le Fintepila (épilepsie), le Rystiggo

(myasthénie) et le Zilbrysq (myasthénie également) se sont eux aussi bien écoulés. Le cash-flow opérationnel récurrent (Rebitda) s'est contracté de 19 %, à 652 millions d'euros (600 millions attendus), faisant plonger la marge de Rebitda de 31 % l'an dernier à 23 %, notamment du fait des investissements considérables dans les nouveaux médicaments.

Pour l'exercice, UCB table sur un CA dans le haut de la fourchette de 5,5 à 5,7 milliards d'euros émise, sur une marge de Rebitda inchangée de 23 à 24,5 % et sur un bénéfice par action net de 3,7 à 4,4 euros (2,09 euros au premier semestre). Pour 2025, le groupe vise toujours un CA d'au moins 6 milliards d'euros, mais une marge de Rebitda dans le bas de la fourchette prévisionnelle de 30 à 35 %.

Conclusion

Grâce à l'approbation du Bimzelx aux Etats-Unis et la belle dynamique des nouveaux médicaments, le cours a quasiment doublé depuis début janvier. La révision à la baisse de la marge prévisionnelle n'inquiète guère au vu des belles perspectives de croissance. Le titre peut être conservé. **i**

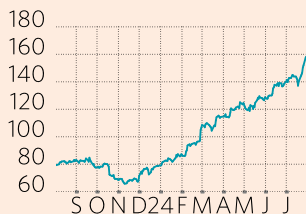
Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 2 AOÛT

UCB



WAREHOUSES DE PAUW

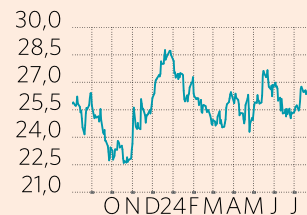
Légèrement en deçà des attentes

La société immobilière réglementée axée sur la logistique a enregistré des résultats légèrement inférieurs aux attentes, au deuxième trimestre, ce qui lui a valu une baisse de 5 % du cours de son action.

Le taux d'occupation a quelque peu baissé (97,8 % au 30 juin, contre 98,4 % au 31 mars et 98,5 % au 31 décembre), mais reste élevé. En partie grâce à l'indexation des loyers, les revenus locatifs nets ont augmenté de 14 % en glissement annuel, à 185,3 millions d'euros ; le consensus attendait 188 millions. Sur une base comparable, on note une progression de 3,3 %. Le résultat net courant s'est hissé de 144,4 à 156,1 millions d'euros (+8,1 %) en un an, au premier semestre. Le bénéfice courant par action s'est maintenu à 0,71 euro par action, mais le consensus espérait 0,72 euro. Si l'on tient compte des plus- et moins-values comptables sur le portefeuille immobilier et de la couverture des intérêts, le résultat net part du groupe a fait un énorme bond : de -29,5 millions à 214,6 millions d'euros, ou de 0,14 à 0,97 euro par action. Quoiqu'en légère hausse, le taux d'endettement reste acceptable, à 38,2 %.

Les prévisions pour 2024 sont maintenues. Le bénéfice courant s'élèvera à 1,47 euro par action et le dividende, à 1,18 euro par action.

WDP



La juste valeur du portefeuille immobilier a grimpé de 6,77 milliards d'euros au 31 décembre à 7,09 milliards au 30 juin, grâce entre autres à une revalorisation du portefeuille. La valeur de l'actif net (VAN) a un peu diminué, de 20,1 à 19,9 euros par action, sur la période.

Conclusion

Le nouveau plan de croissance pour 2024-2027 ("Blend 2027") a été lancé. Le rendement du dividende est satisfaisant et la VAN se stabilise. Le cours de l'action incluant toujours une prime de 25 % par rapport à cette dernière, nous ne relevons pas notre conseil. Une nouvelle baisse des taux longs en Europe nous y encouragerait. **i**

Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 1^{ER} AOÛT

ARGENX

Bientôt structurellement rentable

La société de biotechnologie a fêté le 10^e anniversaire de son introduction sur Euronext Bruxelles le 10 juillet dernier. Elle avait alors levé 41,8 millions d'euros à 8,5 euros par action. Au total, sur les 10 dernières années, elle a recueilli 5,9 milliards de dollars, dont 3,1 milliards encore disponibles au 30 juin. Elle affiche un très beau parcours, ponctué début 2022 par la commercialisation de son premier médicament approuvé, l'inhibiteur de FcRn efgartigimod (dénomination commerciale : Vyvgart), et a procuré un rendement boursier de 4.794 % (l'action a clôturé à 416 euros

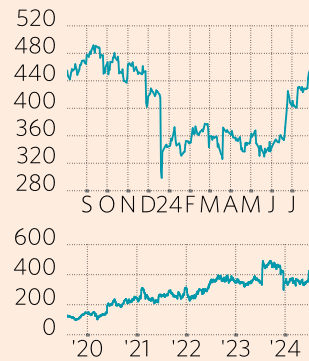
La biotech entend compter cinq nouvelles molécules en phase finale de développement en 2030.

le 9 juillet). L'on sait que l'exploit d'un tel rendement ne pourra être réitéré sur la prochaine décennie. Mais argenx a dévoilé un plan très ambitieux lors de sa journée R&D du 16 juillet à New York. D'ici à 2030, elle comptera cinq nouvelles molécules en phase finale de développement (étude de phase III) et traitera 50.000 patients pour 10 indications. Actuellement, elle en traite déjà, avec l'efgartigimod, plus de 10.000 atteints de myasthénie (gMG). Elle cible notamment de nouveaux groupes de patients (ceux atteints de myasthénie séronégative et ceux

souffrant de myasthénie oculaire).

Avec l'efgartigimod, trois nouvelles études de phase III démarreront avant la fin de l'année, y compris pour le syndrome de Sjögren. argenx a dévoilé de très bons résultats supplémentaires de phase II avec l'empasiprubart (ARGX-117) pour la neuropathie motrice multifocale ; l'étude de phase III commencera avant la fin de l'année également. La molécule sera testée dans trois autres indications, dont la PIDC. Avec l'ARGX-119, deux études de phase Ib/IIa débiteront cette année. Enfin, argenx a pour la première fois fait part de détails sur l'ARGX-213 (un deuxième inhibiteur de FcRn) et l'ARGX-121 (qui a pour nouvelle cible, dans les maladies auto-immunes, les auto-anticorps IgA), deux des quatre nouvelles molécules avec lesquelles les premiers essais cliniques commenceront avant la fin de 2025. Le deuxième trimestre a été excellent. Les ventes nettes

ARGENX



Cours : 453,20 euros

Ticker : ARGX BB

Code ISIN : NL0010832176

Marché : Euronext Bruxelles

Capit. boursière : 26,9 milliards EUR

C/B 2023 : -

C/B attendu 2024 : -

Perf. cours sur 12 mois : -0,8 %

Perf. cours depuis le 01/01 : +31,4 %

Rendement du dividende : -

ont augmenté de 20 % par rapport au premier trimestre, de 398,3 à 477,6 millions de dollars, ce qui est bien supérieur au consensus (426,3 millions). En glissement annuel, la croissance

s'établit à 78 % et après six mois, à 79,7 %, à 875,9 millions de dollars. Aux Etats-Unis, le chiffre d'affaires (CA) a gagné 17 %, à 407 millions de dollars ; au Japon, 18 %, à 20 millions ; et en Europe (y compris Israël), 17 %, à 35 millions. Le CA américain n'inclut pas encore les revenus du Vyvgart Hytrulo, administré sous le derme de patients atteints de la PIDC et approuvé par la FDA le 21 juin. Le CA japonais inclut les premières ventes de Vyvgart, administré lui par voie intraveineuse aux patients souffrant du PTI et approuvé le 26 mars. Cette approbation a encouragé argenx, qui a déjà consulté la FDA à ce sujet, à lancer une deuxième étude de phase III aux Etats-Unis au quatrième trimestre avec l'efgartigimod (intraveineuse) pour le PTI. argenx a enregistré pour la première fois un bénéfice net, de 29,1 millions de dollars. La biotech est près de devenir structurellement rentable. Cette année, elle consommera finalement moins de 500 millions de dollars de trésorerie.

Conclusion

argenx envisage l'avenir avec confiance. Au vu du potentiel commercial toujours croissant de l'efgartigimod, de l'accélération de l'extension du pipeline clinique et de l'imminente rentabilité structurelle de la biotech, l'action devrait continuer à exceller ces prochaines années. **📌**

Conseil : conserver/attendre

Risque : moyen

Rating : 2B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 2 AOÛT



ASML

Pression accrue aux Etats-Unis

ASMML va pâtir du durcissement des règles de vente à la Chine, qui représentait au deuxième trimestre 49 % de son chiffre d'affaires (CA). Ce dernier a progressé de 18 % sur un an, à 6,24 milliards d'euros, dépassant les attentes. Le bénéfice net a augmenté de 29 %, à 1,58 milliard d'euros ou 4,01 euros par action. Le groupe a engrangé pour 5,6 milliards d'euros de nouvelles commandes (3,6 milliards au premier trimestre).

L'administration Biden continue de faire pression pour restreindre davantage les exportations. Concrètement, ASML devra cesser la maintenance des machines DUV déjà fournies. Le groupe, qui possède plusieurs usines aux Etats-Unis et intègre des technologies américaines, se retrouve ainsi otage de la bataille géopolitique que se livrent les Etats-Unis et la Chine. Mais dans la pratique, les

entreprises chinoises telles que SMIC parviennent à fabriquer des puces avancées en combinant des technologies plus anciennes, si bien que la tentative américaine semble vaine. La direction n'est pas revenue sur ses prévisions pour l'exercice et table toujours sur un CA comparable à celui de l'an dernier (27,6 milliards d'euros). En 2025, le CA atteindrait au moins 30 milliards d'euros et la marge brute, 54-56 %. Au terme du deuxième trimestre, ASML disposait d'un peu plus de 5 milliards d'euros de liquidités et affichait un cash-flow disponible positif. Le dividende final a été fixé à 1,75 euro, soit une distribution totale de 6,1 euros pour 2023, correspondant, au cours actuel, à un rendement de 0,7 %. Un dividende intermédiaire de 1,52 euro pour l'exercice 2024 sera versé le 7 août.

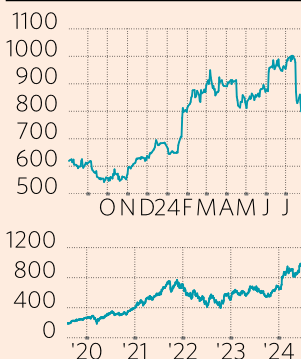
Conclusion

Le rachat par ASML de 106.000 de ses actions, pour 96 millions d'euros, en a fait plonger le cours, mais le titre se négocie encore près de 30 % plus haut qu'en janvier, à 39 et 29 fois les bénéfices prévus respectivement pour 2024 et 2025. C'est trop. **t**

Conseil : vendre
Risque : moyen
Rating : 3B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 25 JUILLET

ASML

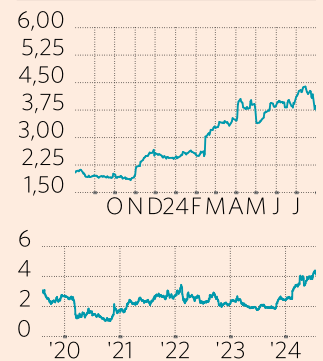


BAM GROEP

Brille en 2024

La direction de BAM estime que la marge d'exploitation s'inscrira dans la fourchette stratégique de 4 à 6 % cette année. Le groupe achève la construction d'une immense salle de concert couverte à Manchester qui lui a donné du fil à retordre. Aux Pays-Bas, l'activité est florissante, notamment du fait de la pénurie de logements. Selon le cabinet ABF Research, 400.500 unités d'habitation manquent ; il faudra construire 993.200 nouveaux logements pour ramener à 2 % la pénurie attendue du parc immobilier en 2031. Seulement 77.000 logements seront construits en 2025 (un plancher), mais la construction repartira ensuite à la hausse, pour atteindre 100.000 nouveaux logements par an à partir de 2027, conformément à l'objectif du gouvernement. Pour un acteur dominant comme BAM, le marché du logement présente de nombreuses opportunités de croissance. Le groupe a donc revu ses objectifs financiers à la hausse. Sur la période 2024-2026, la marge d'Ebitda (cash-flow d'exploitation/chiffre d'affaires ou CA) devrait se situer entre 4 et 6 %, pour un CA de plus de 6 milliards d'euros. L'an dernier, le CA s'est établi à 6,1 milliards de dollars et la marge d'Ebitda, à 4,9 % ; la barre n'a donc pas été placée trop haut. Si le marché cyclique de la construction se redresse

BAM GROEP



dans les années à venir et que la marge atteint 6 %, le bénéfice par action (BPA) dépassera 0,80 euro. Dans un scénario plus prudent, la marge s'établirait à 5 % environ, pour un BPA de 0,7 euro.

Conclusion

Son cours a déjà progressé de 75 % depuis le début de l'année, mais l'action affiche toujours une valorisation raisonnable, à un rapport cours/bénéfice proche de 6 pour 2026. Le dividende pourrait se maintenir à 0,20 euro cette année, soit un rendement du dividende d'environ 4,5 %. Après l'envol de l'action, toute mauvaise nouvelle sera sanctionnée. D'où notre conseil neutre. **t**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 24 JUILLET

UMICORE

Une pilule amère

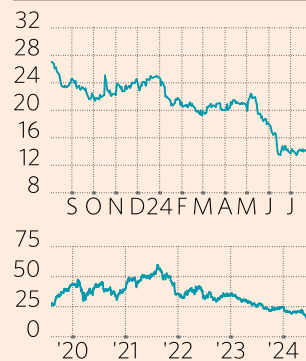
L'échec actuel de l'activité de matériaux pour batteries passe mal pour les actionnaires d'Umicore. Le marché ne croit plus en cette division, qui promettait jusqu'à l'an dernier de devenir le nouveau moteur bénéficiaire de l'entreprise. La direction a déprécié 1,6 des 3,1 milliards d'euros investis ; même à moyen terme, il semble très peu probable que ces fonds soient récupérés. Grâce à un élément exceptionnel positif de 50 millions d'euros, la division affiche un cash-flow opérationnel à l'équilibre cette année, mais sera en perte en 2025 et 2026.

Le marché estime que la valeur de la division des matériaux pour batteries est nulle.

Le nouveau CEO, Bart Sap, estime qu'il faudra attendre les dernières années de la décennie pour que les rendements de la division dépassent le coût du capital. Car l'essor des véhicules électriques est moindre qu'attendu, et pire encore, Umicore semble avoir misé sur le mauvais cheval en optant pour la technologie NMC, alors que le marché, asiatique surtout, plébiscite la technologie LFP. Or, les batteries NMC sont plus performantes, mais aussi plus chères ; les batteries LFP répondent mieux aux attentes d'une clientèle qui n'est pas prête à payer une fortune pour un véhicule électrique.

La direction a décidé de reporter (au mieux) les nouveaux investissements ; la décision de construire une nouvelle usine au Canada sera prise au plus tôt en 2025. Umicore n'aura pas besoin de capacités de recyclage avant 2032 au plus tôt, parce que les matériaux à recycler affluent lentement et que les batteries ont une durée de vie plus longue qu'attendu. En 2024, les investissements – principalement dans les usines d'Europe et de Corée, pour lesquels des contrats de vente ont déjà été signés – représenteront moins de 650 millions d'euros. Umicore a aussi revu à la baisse les volumes de ventes futurs et s'attend à un retard d'au moins 18 mois dans la montée en puissance des volumes contractés par ses clients. Les mauvaises performances de la division des matériaux pour batteries pèsent lourdement sur les résultats. Après l'avertissement sur ces derniers émis en juin, la direction table sur un cash-flow opérationnel ajusté compris

UMICORE



Cours : 12,7 euros
Ticker : UMI BB
Code ISIN : BE0974320526
Marché : Euronext Bruxelles
Capit. boursière : 3,14 milliards EUR
C/B 2023 : 12
C/B attendu 2024 : 13
Perf. cours sur 12 mois : -52 %
Perf. cours depuis le 01/01 : -48 %
Rendement du dividende : 4 %

entre 760 et 800 millions d'euros, contre 972 millions l'an dernier. Les autres divisions ont fait belle figure, avec des résultats conformes aux attentes. Malgré le ralentissement

dans le secteur automobile, la division catalyseurs réalise de bonnes marges. La division recyclage a vu son cash-flow opérationnel diminuer de 13 % du fait de la baisse des prix des métaux précieux. La plus petite division, consacrée aux matériaux spéciaux, évolue aussi dans un contexte difficile. Pour le premier semestre de l'année, la baisse du cash-flow opérationnel s'est traduite par un bénéfice par action (BPA) ajusté de 0,49 euro. Le BPA pour l'exercice est donc attendu à 1 euro, soit un rapport cours/bénéfice de 13. Le bénéfice net a plongé dans le rouge par suite de la dépréciation des actifs liés aux batteries, mais le bilan ne s'est pas dégradé : les capitaux propres se maintiennent à 2 milliards d'euros sur un total de bilan de 8,2 milliards. La dette financière nette reste également sous contrôle, avec un endettement net représentant seulement 1,7 fois le cash-flow opérationnel.

Conclusion

La division des matériaux pour batteries est une épine dans le pied de la direction qui, sans abandonner tout espoir, ne s'attend pas à ce qu'elle crée de la valeur avant 2028. Le marché estime sa valeur nulle : les autres divisions couvrent la capitalisation boursière. Nous maintenons notre recommandation d'achat, même si le redressement du cours sera lent. **1**

Conseil : acheter
Risque : moyen
Rating : 1B

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 31 JUILLET



LVMH

Encore des résultats peu brillants

Les chiffres du 2^e trimestre du numéro un mondial du luxe n'ont pas convaincu le marché. La société parle depuis plusieurs trimestres d'une "normalisation" des ventes de produits de luxe après une période exceptionnelle. Mais il y a autre chose encore. Si la croissance de LVMH ralentit, comme celle de tout le secteur, c'est aussi parce que la consommation chinoise s'essouffle. En Asie (hors Japon), le groupe a vu ses ventes chuter de 14 % au 2^e trimestre. Cette baisse n'a été que partiellement compensée par l'amélioration des ventes au Japon, portée par la faiblesse du yen. La croissance organique du chiffre d'affaires (CA) consolidé s'étant limitée au 2^e trimestre à 1 % (consensus : +3 %), celle du 1^{er} semestre s'élève à 3 %. A 41,68 milliards d'euros, le CA du semestre est de 1 % inférieur à celui de la même période l'an passé. Ce recul

LVMH



est en partie dû à la croissance des ventes en yen japonais. Le bénéfice d'exploitation (Ebit) est passé de 11,57 à 10,65 milliards d'euros, soit une baisse de 8 %, dont 5 % attribuables à l'effet de change. Le pôle Mode & Maroquinerie n'a pas échappé à la tendance (CA : -2 %, croissance organique : +1 %, Ebit : -6%). Seule la Distribution sélective (boutiques hors taxes) n'affiche que des chiffres positifs (CA : +3 %, croissance organique : +8 %, Ebit : +7 %).

Conclusion

Bien que sous pression depuis un certain temps déjà, l'action a abandonné 5 % après la publication des résultats. Nous confirmons que son pic historique a été atteint l'année dernière. La consommation chinoise ne nous semble pas pouvoir se redresser de manière spectaculaire sous peu. La croissance de LVMH a, dans une perspective historique, trop baissé. Or l'action n'est toujours pas meilleur marché, à 21 fois le bénéfice et à 13 fois le ratio valeur de l'actif économique (EV)/flux de trésorerie d'exploitation (Ebitda). A vendre, toujours. **t**

Conseil : vendre
Risque : faible
Rating : 3A

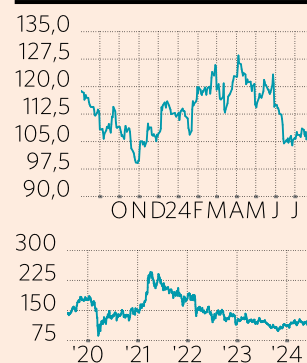
PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 31 JUILLET

VOLKSWAGEN

Le frein à main serré

'Audi Q8 e-tron se vendant moins bien qu'à ses débuts, la direction de Volkswagen, la société mère, a annoncé un plan de restructuration de l'usine Audi, à Forest, qui la produit. N'y fabriquer que 30.000 véhicules par an devient bien trop coûteux, a-t-elle précisé. Le site risque de fermer ses portes en 2025. La restructuration coûterait à Volkswagen environ 2,6 milliards d'euros. La production sera transférée au Mexique. A terme, l'entreprise affichera donc une structure moins complexe et produira à moindre coût. Ce qui, pour les actionnaires, pourrait s'avérer positif. Pour cette année, la direction a revu ses prévisions à la baisse. La marge d'Ebit (bénéfice d'exploitation/chiffre d'affaires) ne sera plus comprise entre 7 et 7,5 %, mais entre 6,5 et 7 %. L'une des raisons d'opter pour les actions préférentielles plutôt que pour les ordinaires est qu'elles font également partie de l'indice DAX, et sont donc plus liquides. En outre, les premières offrent un dividende légèrement plus élevé. Pour 2023, la société a versé 9,06 euros de dividendes par action préférentielle. Les détenteurs d'actions ordinaires ont reçu 9,00 euros par action. Et si les préférentielles ne procurent pas de droit de vote, ce n'est franchement pas dramatique pour l'in-

VOLKSWAGEN



vestisseur privé disposant d'un petit nombre de ces titres.

Conclusion

Le cours de l'action avoisine son niveau le plus bas de ces cinq dernières années. Les investisseurs craignent manifestement une guerre des prix dans le secteur. Récemment, nous les avons invités à la prudence, notamment parce que plusieurs procès (dont le *dieselgate*) sont toujours en cours. L'action reste très bon marché, avec un ratio cours/bénéfice estimé à 5,5 pour 2024 ; elle intègre déjà une bonne partie des mauvaises nouvelles. Par ailleurs, le rendement du dividende est attendu à plus de 8 %. Il n'est donc plus nécessaire de vendre. **t**

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

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 29 JUILLET

MICROSOFT

La croissance du “cloud” ralentit

Les résultats du dernier trimestre de l'exercice 2024 sont excellents, à une exception près – et c'est ce point qui a capté l'attention du marché, illustrant le revirement de sentiment qui s'amorce vis-à-vis des valeurs technologiques, dont la capitalisation boursière s'était envolée ces derniers trimestres : le chiffre d'affaires (CA) du service *cloud* Azure a progressé de 29 % (30 % hors effet de change), alors que le consensus attendait 31 %. Microsoft explique ce léger raté par le manque de capacité de ses centres de données, arguant que la demande reste supérieure à l'offre. Au premier semestre de l'exercice 2025 (juillet-décembre 2024), la croissance devrait s'élever à 28-29 %, avant d'augmenter de nouveau.

Pourtant très bons, les trimestriels n'ont pas propulsé le cours vers de nouveaux sommets.

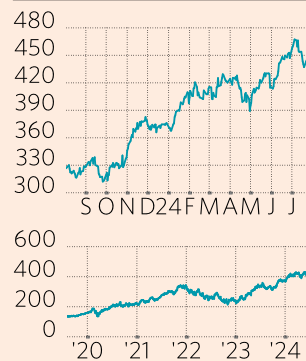
Microsoft a investi 19 milliards de dollars sur le trimestre (+78 % sur un an). Azure a également été touchée par les problèmes de CrowdStrike, ce qui souligne la vulnérabilité induite par l'interconnexion inhérente au *cloud*.

Le CA du groupe a augmenté de 16 % à cours de change constants, à 64,7 milliards de dollars (64,4 milliards attendus). Sur l'exercice, il s'élève à 245,1 milliards de dollars

(+16 % aussi), dont 1,68 milliard apporté par Activision. La marge brute est passée de 71 à 70 % du fait de l'augmentation des coûts. A 22 milliards de dollars, le bénéfice net trimestriel a progressé de 11 % sur un an. Le bénéfice par action (BPA) ne dépasse que de 1 % le consensus, à 2,95 dollars. Le bénéfice net de l'exercice 2024 a atteint 88,1 milliards de dollars, soit un BPA de 11,8 dollars par action (+22 % sur un an).

Le CA de la division Intelligent Cloud (44% du CA du groupe) a bondi de 19 %. L'investissement dans OpenAI permet à Microsoft d'intégrer l'intelligence artificielle (IA) dans ses produits et services (Copilot dans Word et Bing, notamment). Le marché des ordinateurs personnels a progressé pour le deuxième trimestre de suite, avec de bons chiffres pour Windows (+8 %) et le segment Office. Le secteur des jeux présente un tableau plus mitigé : le CA de la division Xbox a augmenté de 61 %, quasi exclusi-

MICROSOFT



Cours : 418,35 dollars

Ticker : MSFT US

Code ISIN : US5949181045

Marché : Nasdaq

Capit. boursière : 3.140 milliards USD

C/B 2024 : 35,5

C/B attendu 2025 : 32

Perf. cours sur 12 mois : +24,5 %

Perf. cours depuis le 01/01 : +11,3 %

Rendement du dividende : 0,7 %

vement grâce au rachat d'Activision. La mise à disposition des jeux sur le système d'exploitation Windows et les plateformes concurrentes de Nintendo et de Sony, condition posée par les autorités de

la concurrence à la transaction, a compensé le recul de 42 % des ventes de consoles de jeux. Microsoft compte plus de 500 millions d'utilisateurs actifs chaque mois sur ses plateformes de jeux. Le cash-flow disponible a augmenté de 18 % sur un an, à 23,3 milliards de dollars, au quatrième trimestre. Les investissements vont encore croître, mais Microsoft dispose de 77,5 milliards de dollars de liquidités et de titres négociables, pour une dette à long terme de 44,9 milliards de dollars. Le rachat d'Activision a gonflé le *goodwill*, qui atteint 119,2 milliards de dollars (67,9 milliards un an plus tôt). Entre avril et juin, Microsoft a versé à ses actionnaires 5,6 milliards de dollars de dividendes et 2,8 milliards de dollars en rachats d'actions.

Conclusion

Pourtant très bons, les trimestriels n'ont pas propulsé le cours vers de nouveaux sommets. Il a peu évolué en trois mois et son potentiel haussier semble dès lors épuisé. Les investisseurs se demandent de plus en plus quand l'IA générera des bénéfices. Microsoft se négocie aujourd'hui à 32 fois les bénéfices et à 12 fois le CA attendus pour l'exercice. Il y aura sans aucun doute de meilleurs points d'entrée, mais cette valorisation se prête parfaitement à la prise de bénéfices. **📌**

Conseil : vendre

Risque : moyen

Rating : 3B

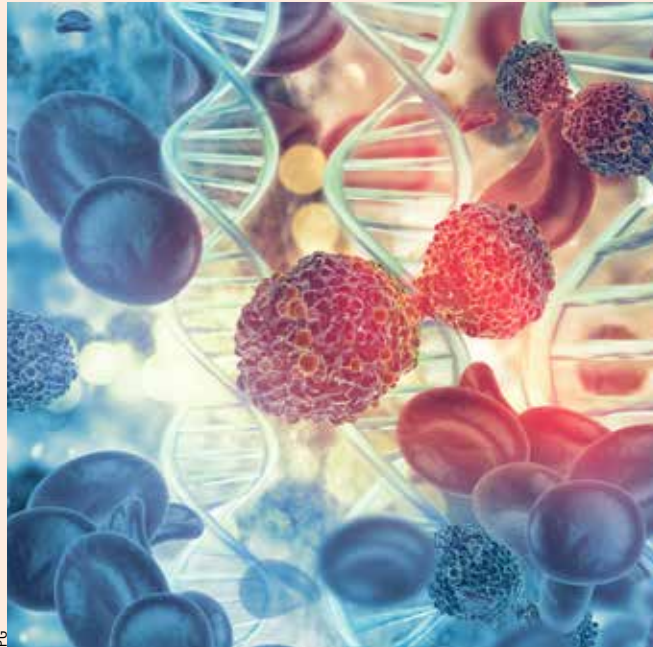
PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 2 AOÛT



Inventiva, tirée d'affaire ?

Que pensez-vous du financement qu'a obtenu Inventiva ?

La biotech française qui développe le Lanifibranor, un inhibiteur pan-PPAR, pour traiter la stéatohépatite non alcoolique (NASH), a annoncé le 5 juillet que le recrutement du dernier patient de l'essai de phase III (NATiV3) était repoussé de 3 à 5 mois et aurait lieu au second semestre. Début 2024, Inventiva avait décidé de l'interrompre par mesure de précaution, après qu'un patient avait déclaré un effet indésirable inattendu. Les autorités réglementaires ont ensuite autorisé sa reprise ; les premiers résultats de NATiV3 sont désormais attendus pour le second semestre de 2026, soit avec un an de retard sur le plan initial. S'ils sont positifs, ces résultats permettraient le dépôt d'une demande d'approbation provisoire aux Etats-Unis et en Europe. Le 14 mars, l'agence américaine des médicaments a approuvé le resmetirom (commercialisé sous le nom Rezdifra) de Madrigal Pharmaceuticals, le premier médicament oral contre la NASH. Le marché potentiel de la NASH est estimé à 12-20 milliards de dollars d'ici à 2030 et bien plus encore d'ici à 2035. Cette manne est très convoitée, notamment par Novo Nordisk, Eli Lilly et Viking Therapeutics. Frédéric Cren,



le PDG d'Inventiva, est convaincu que le Lanifibranor sera plus efficace que le Rezdifra ; il table sur une mise sur le marché d'ici à 2027.

Le retard qu'accuse le recrutement complique toutefois le financement. Les liquidités disponibles étaient encore suffisantes jusqu'en juillet. Inventiva a levé 20,1 millions d'euros le 18 juillet en accordant des certificats de royalties qui donnent droit à 3 % des ventes nettes potentielles du Lanifibranor aux Etats-Unis, dans l'Union européenne et au Royaume-Uni pendant 14 ans. Quatre des principaux actionnaires ont participé à l'opération : BVF (16,2 % des actions), NEA (10,8 %), Sofinnova (9,8 %) et Yiheng (7,4 %), auxquels

s'ajoute un nouvel investisseur, Samsara BioCapital. Mais nous estimons que la société aura encore besoin de 150 à 200 millions d'euros jusqu'aux premiers résultats de NATiV3. Les obtenir sera loin d'être évident, au vu de sa modeste capitalisation boursière (environ 130 millions d'euros). Nous sommes optimistes quant au potentiel du Lanifibranor, mais dans l'attente de nouvelles sur le financement, nous abaissons d'un cran notre conseil, à "conserver" (rating 2C). **1**

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

- Jeudi 1/8 : Obligations, WDP
- Vendredi 2/8 : argenx, Microsoft, Options (ASML, Heineken), UCB
- Lundi 5/8 : Avant-propos, Dérivés (ETF axés sur les *small & mid caps*)
- Mardi 6/8 : Cameco

AGENDA

JEUDI 8 AOÛT

Résultats : Deutsche Telekom, ForFarmers, Gilead Sciences, Groupe Jensen, KBC, Sandoz, SBM Offshore, Siemens, Xior

VENDREDI 9 AOÛT

Résultats : Lotus Bakeries, RTL Group

MARDI 13 AOÛT

Résultats : Ascencio, EVS, Nextensa, Porsche, TKH Group

MERCREDI 14 AOÛT

Résultats : E.ON, K+S, RWE, Shurgard, SIPEF, Tencent, TUI, Wienerberger

JEUDI 15 AOÛT

Résultats : Adyen, Fastned, NN Group, Walmart

VENDREDI 16 AOÛT

Détachement du coupon : Aperam, Walmart

MARDI 20 AOÛT

Résultats : Medtronic, Montea

MERCREDI 21 AOÛT

Résultats : ASR Nederland, Avantium, MdxHealth, Tessengerlo

INDEX DES ACTIONS

argenx	73
ASML	74,80
BAM	74
Cameco	82
Inventiva	78
LVMH	76
Microsoft	77
Norwegian Cruise Lines	84
UCB	72
Umicore	75
Volkswagen	76
WDP	72

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



AEX : en quête d'un nouveau support

Vendredi dernier, l'indice AEX a plongé sous le support à 900 points, vers la ligne de la moyenne mobile, qui devrait offrir un support autour de 860 points. Nous y trouvons également une ligne de support reliant les sommets de 2023. Le signal de surachat de l'indicateur MACD joue donc son rôle. Malgré le dévissage du cours, le tableau technique n'est pas tout noir. Nous adoptons un conseil neutre en attendant de voir si le support autour de 860 points tient.

Conseil : de "acheter" à "conserver"



Aalberts : sous la moyenne mobile

Il y a quelque temps, l'action a tenté en vain de franchir le sommet atteint en février 2023, à 48,53 euros. Elle a ensuite amorcé un repli. Ces dernières semaines, le cours est passé sous la moyenne mobile, toujours orientée à la hausse et dont il s'éloigne toujours. Les lignes MACD baissent fortement aussi ; la ligne épaisse est déjà passée sous 0. Le titre n'est plus digne d'achat, mais peut être conservé.

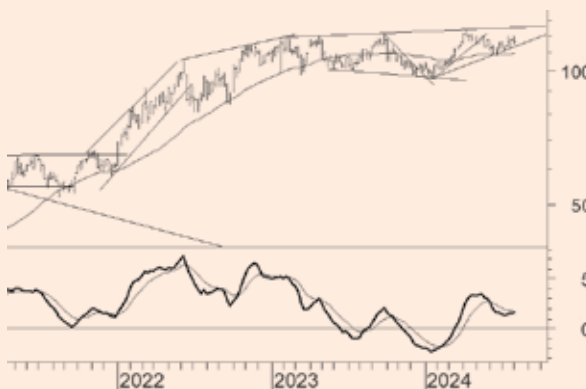
Conseil : de "acheter" à "conserver"



AkzoNobel : le tableau s'est assombri

Le support à 56,50 euros semblait suffisamment robuste, puisque le cours a constamment clôturé au-dessus de ce niveau, ces derniers mois. Mais la donne a changé la semaine dernière, si bien que le tableau s'est nettement assombri sur le plan technique. Tenant compte en outre des signaux négatifs émis par les deux indicateurs, nous abaissons notre recommandation. Nous conseillons désormais de vendre le titre, et visons un cours de 45,70 euros.

Conseil : de "conserver" à "vendre"



ExxonMobil : que du positif!

Le graphique d'ExxonMobil respire la sérénité : depuis le début de l'année, le cours atteint des sommets toujours plus élevés. Les signaux sont toujours au vert. Les creux de plus en plus hauts, depuis le mois de juin, dessinent une formation en triangle ascendant. Ce tableau positif augure une percée dans les mois à venir. Nous maintenons dès lors notre conseil d'achat pour le titre de la compagnie pétrolière, que nous assortissons d'un objectif de cours de 122 dollars.

Conseil : demeure "acheter"

OPTIONS

Misons vite sur Heineken et ASML

Plusieurs actions néerlandaises ont été sanctionnées ces dernières semaines, parmi lesquelles Besi, UMG et Heineken. Le marché a focalisé son attention sur l'essoufflement du marché chinois, et non sur les bons chiffres enregistrés ailleurs.

Heineken

La raclée qu'a prise Heineken le 26 juillet est à nos yeux exagérée. Nous tablons, par l'émission du *put* qui suit, sur un redressement de l'action à brève échéance.

Emission du put Heineken septembre 2024 au prix d'ex. de 88,00 EUR à 6,67 EUR

Une première zone de résistance attend le cours à 89,50 euros. S'il l'atteint, la belle prime de 6,67 euros nous sera acquise. S'il baisse encore, il sera soutenu autour de 81,50 euros. Si nous devons acheter, ce serait, en vertu de ce contrat, à 88 euros ; mais après déduction de la prime perçue, le prix serait de 81,33 euros seulement, soit le meilleur prix de l'action sur les 12 derniers mois.

ASML

Le plongeon de la mégacapitalisation européenne ASML fut, lui, particulièrement saisissant. Ses résultats ont été très mal accueillis. La guerre des puces que se livrent les Etats-Unis et la Chine complique le quotidien de l'entreprise néerlandaise. Mais après un rapport encourageant de *Reuters* – ASML sera peut-être épargnée par les nouvelles restrictions américaines envisagées sur les exportations vers la Chine –, l'action s'est redressée quelque peu récemment. Nous misons sur sa hausse à court terme (uniquement) à l'aide d'un *call*.

Achat du call

ASML octobre 2024 au prix d'ex. de 880,00 EUR à 28,64 EUR

Ce contrat n'inclut qu'une valeur temps, puisque le prix actuel de l'action est inférieur au prix d'exercice de l'option. Ce n'est qu'à partir de 880 euros qu'il se dotera d'une valeur intrinsèque. Pour que nous réalisons un bénéfice, le cours de l'action devra dépasser (880 + 28,64) 908,64 euros. Comme nous escomptons une appréciation à court terme, nous avons opté pour un contrat arrivant à échéance le 18/10. Si le cours n'augmentait pas, nous pourrions perdre l'intégralité de notre mise. Mais ce risque est compensé par une capacité bénéficiaire illimitée. **!**

DÉRIVÉS

Des ETF axés sur les petites et les moyennes capitalisations

Les investisseurs qui souhaitent miser sur le thème des petites et des moyennes capitalisations (*small & mid caps*) peuvent opter, par le biais d'ETF, pour une approche globale ou régionale.

iShares MSCI World Small Cap ETF

Marché : Xetra

Code ISIN : IE00BF4RFH31

Frais de gestion : 0,35 % l'an

Ticker : IUSN GY

Cet ETF émis par BlackRock est le plus important dans le segment des *small & mid caps* : il gère près de 3,7 milliards d'euros. Son sous-jacent, l'in-

dice MSCI World Small Cap, compte 3.339 entreprises, réparties dans 23 pays. Les 10 positions majeures représentent à peine 2 % de cet indice très diversifié. L'ETF s'échange sur le Xetra en euros et réinvestit les revenus des dividendes.

Xtrackers MSCI Europe Small Cap ETF

Marché : Xetra

Code ISIN : LU0322253906

Frais de gestion : 0,3 % l'an

Ticker : XXSC GY

Xtrackers propose cet ETF qui se négocie sur le Xetra, réplique la performance de l'indice MSCI Europe Small

Cap et gère 1,8 milliard d'euros. L'indice comprend 440 sociétés, dont 28 % ont leur siège au Royaume-Uni. Les 10 positions les plus importantes représentent ensemble 5 % de l'indice. Cet ETF réinvestit lui aussi les dividendes.

iShares S&P SmallCap 600 ETF

Marché : Xetra

Code ISIN : IE00B2QWCY14

Frais de gestion : 0,3 % l'an

Ticker : IUS3 GY

Cet autre ETF de BlackRock coté sur le Xetra est axé, lui, sur les Etats-Unis : il a pour sous-jacent l'indice S&P Small-Cap 600 et a 1,7 milliard d'e-

ros sous gestion. Contrairement aux trois autres, celui-ci ne réinvestit pas les revenus des dividendes, il les distribue.

SPDR MSCI Emerging Markets Small Cap ETF

Marché : Xetra

Code ISIN : IE00B48X4842

Frais de gestion : 0,55 % l'an

Ticker : SPYX GY

On reste sur le Xetra, avec un ETF émis par State Street Global Advisors. Il gère 350 millions d'euros et suit l'indice MSCI Emerging Markets Small Cap, lequel compte 2.034 sociétés et est fortement axé sur l'Asie (sociétés indiennes : 24 % ; taïwanaises : 22 % ; coréennes : 12 % ; et chinoises : 6 %). Les 10 positions majeures représentent ensemble 5 % de l'indice. Cet ETF se distingue aussi par des frais de gestion plus élevés (0,55 %). **!**

La Fed va abaisser ses taux en septembre

La politique des banques centrales est en grande partie déterminée par l'inflation et la croissance économique. La semaine dernière a été marquée par une avalanche de chiffres : produit intérieur brut pour la Belgique (décevant) et la zone euro, inflation belge... Le Bureau fédéral du Plan avait prévu que l'inflation tomberait sous 3,50 % en juillet ; or, elle s'établit à 3,64 %. L'objectif de 2 % est hors de portée cette année.

La première baisse des taux approche

Mercredi, la banque centrale américaine (Fed) a communiqué de nombreuses données macroéconomiques. Si l'on savait déjà qu'à l'instar de sa pendante européenne, elle ne modifierait pas les taux, il faut en revanche retenir la probabilité accrue d'une baisse des taux en septembre, aux Etats-

Unis mais peut-être aussi dans l'Union européenne (UE). L'inflation américaine semble contenue, mais il y a encore du pain sur la planche de notre côté de l'Atlantique : l'inflation européenne a légèrement progressé, à 2,6 %. Les performances économiques sont modérées, ce qui limite le risque d'une résurgence de l'inflation.

L'inflation américaine semble contenue, mais il y a encore du pain sur la planche en Europe.

Les marchés obligataires anticipent une baisse des taux en septembre. Les cours des emprunts à coupon fixe augmentent, car de nouvelles émissions vont être réalisées à des taux inférieurs. Naturellement, les taux longs diminuent. Cela fait déjà un moment que nous le conseillons, mais il n'est pas trop tard

pour étoffer le portefeuille obligataire. La baisse des taux attendue en septembre pourrait être la première d'une série de deux, voire trois baisses. Les cours des obligations sont donc voués à augmenter, tandis que les rendements baisseront encore plus. La banque centrale chinoise a déjà abaissé le taux des emprunts à un an de 20 points de base, à 2,3 %. C'est la deuxième fois en quatre jours qu'elle assouplit la politique monétaire pour contrer le ralentissement économique.

Le Japon relève ses taux

Une autre bonne nouvelle nous vient du Japon : pour la première fois depuis 2002, le pays dégagera un solde budgétaire primaire excédentaire en 2025. L'embellie conjoncturelle et les solides bénéfices des entreprises augurent une augmentation des recettes fiscales. Le Premier ministre Fumio Kishida progresse dans l'assainissement des finances du pays – heureusement, car la dette représente deux fois la taille

COURS DE CHANGE


COURS DE CHANGE	NIVEAU	PERF. SUR 1 AN
EUR/USD	1,0833	-1,32 %
EUR/GBP	0,8439	-1,65 %
EUR/NOK	11,823	5,75 %
EUR/SEK	11,616	0,69 %
EUR/CAD	1,4994	3,25 %
EUR/AUD	1,6675	1,93 %
EUR/NZD	1,8312	3,22 %
EUR/ZAR	19,714	0,92 %
EUR/TRY	35,947	21,46 %


de l'économie. A partir de 2025, le gouvernement pourra financer ses politiques sans s'endetter davantage. A l'heure où la Banque du Japon pourrait relever ses taux d'intérêt, actuellement proches de zéro, l'annonce de cet excédent est bienvenue.

Donald Trump enflamme le bitcoin

Donald Trump a promis, s'il est élu, de mener une politique favorable aux cryptodevises. Il estime que le bitcoin représente la liberté, la souveraineté et l'indépendance, face au contrôle de l'Etat. Cette "bonne nouvelle" a fait bondir le bitcoin vers de nouveaux records. **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	101,93	3,17%	1.000	AA-
EUR	Fresenius	2,88%	24/05/30	96,76	3,50%	1.000	BBB
EUR	Etat belge 	1,25%	22/04/33	86,65	3,02%	5.000	AA-
USD	BERD	0,50%	25/11/25	94,74	4,76%	1.000	AAA
USD	Hewlett Packard	5,25%	1/07/28	101,72	4,84%	1.000	BBB+
USD	Micron Techn.	2,70%	15/04/32	84,02	5,31%	1.000	BBB-
GBP	Volkswagen	2,25%	12/04/25	97,65	4,69%	1.000	BBB+
NOK	Nordic Inv. Bnk	1,63%	20/10/27	95	3,28%	10.000	AAA
SEK	BEI	1,75%	12/11/26	98,06	2,66%	10.000	AAA
CAD	Mercedes-Benz	1,65%	22/09/25	96,47	5,00%	1.000	BBB+
AUD	Wells Fargo	4,00%	27/04/27	97,92	5,04%	1.000	A+
NZD	BIRD	2,875%	30/11/26	96,8	4,37%	1.000	AAA
ZAR	BEI	7,25%	23/01/30	96,34	8,11%	10.000	AAA
TRY	BERD	25,00%	19/01/27	80	38,16%	1.000	AAA
BRL	IFC	6,75%	27/08/24	99,63	12,72%	5.000	AAA
PLN	BEI	2,75%	25/08/26	94,03	6,05%	1.000	AAA

 = obligation ESG

Un été orageux

Dans l'édition précédente, nous écrivions que pour les marchés boursiers, cette saison des résultats était cruciale. Ce que la volatilité croissante sur les marchés d'actions cet été, après une longue période de calme, vient confirmer. Les réactions aux résultats trimestriels sont très fortes. Ainsi des mastodontes ont-ils vu leur action céder plus de 10 ou de 20 % : Intel -26,2 %, Universal Music Group -23,5 %, Tesla -12,3 %, ASML -10,9 %... L'indice VIX, ou "indice de la peur", mesure cette volatilité. Après être resté très bas durant des semaines (autour de 12 points), il a connu au cours de ces dernières des pics supérieurs à 20 points. Aux niveaux actuels, les investisseurs ne sont pas encore paniqués – en octobre 2008 (crise bancaire) et en mars 2020 (début de la crise sanitaire), l'indice avait dépassé les 80 points, reflétant alors une panique extrême –, mais la correction a bel et bien déjà commencé. Au cours de celle-ci, une reprise, voire un nouveau

sommet, n'est toutefois pas à exclure. La prudence est donc de mise. A notre estime, les marchés vont connaître un automne orageux également.

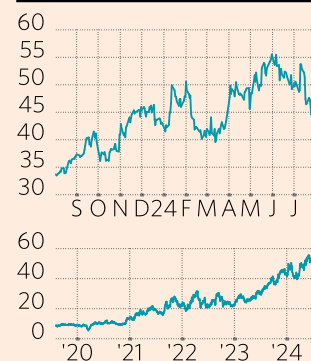
Cameco confirme ses perspectives favorables

Le prix de la livre de concentré d'uranium (U3O8) évolue latéralement. Il a oscillé entre 80 et 90 dollars la majeure partie de l'année. L'action Cameco, qui a brillé l'an dernier dans le sillage de la hausse du prix de l'uranium, ne se porte pas mal cette année non plus, mais il faudrait une nouvelle hausse du prix de l'U3O8 pour en stimuler le cours. Cameco a vu son chiffre d'affaires augmenter de près d'un quart en glissement annuel au deuxième trimestre, à 598 millions de dollars canadiens (CAD), grâce à l'augmentation des volumes de ventes et des prix. Le prix moyen perçu par livre d'uranium a progressé de 15 % en un an, à 76,93 CAD (56,43 USD). Le prix spot (pour livraison à

court terme) et le prix contractuel ont crû respectivement de 61 % et de 49 %. Cette grande différence s'explique par le fait que le prix perçu par Cameco est un mix entre le prix au comptant et le prix contractuel. Et comme des livraisons sont aussi honorées en vertu de contrats conclus antérieurement à des prix inférieurs, le prix perçu par Cameco n'augmente que très progressivement.

Les mines Cigar Lake et McArthur River ont produit conjointement 7,1 millions de livres d'U3O8. Cameco en a produit au total 12,9 millions au premier semestre, contre 8,8 millions l'an passé sur la même période, et s'attend pour l'exercice à 22,4 millions de livres, dont 9,8 millions attribuables à Cigar Lake et 12,6 millions, à McArthur River. Si les volumes de ventes diffèrent des chiffres de production, c'est en raison du calendrier des livraisons. La société a vendu 6,2 millions de livres au deuxième trimestre, soit 13 % de plus qu'un an plus tôt. Pour l'exercice, elle vise un volume de ventes compris entre 32 et 34 millions de livres. L'acquisition de

CAMECO



Cameco, valeur de premier ordre de l'industrie de l'uranium, est à nouveau digne d'achat.

Westinghouse pèse encore sur le résultat net pour l'instant, du fait des amortissements et des charges financières. Cependant, tant le bénéfice d'exploitation ajusté (Ebitda, 197 millions CAD) que le flux de trésorerie disponible (132 millions CAD) sont positifs. Au niveau du groupe, l'Ebitda s'élève à 337 millions de CAD (un an auparavant : 54 millions CAD), le bénéfice net, à 36 millions CAD. Cameco a confirmé ses prévisions pour l'année : un chiffre d'affaires de 2,85-3 milliards CAD et un Ebitda de 445-510 millions CAD. En revanche, si Cameco table sur une contribution de 8,3 millions de livres d'U3O8 de sa coentreprise Inkaï, au Kazakhstan, nous doutons que ce chiffre sera atteint, au vu du modeste apport du premier semestre (3,5 millions de livres), qui découle d'une pénurie d'acide sulfurique et de problèmes de transport. De plus, le gouvernement local

L'ACTUALITÉ DES SOCIÉTÉS COTÉES

Valeurs de base

- **Cofinimmo** : le bénéfice net de ses activités clés a augmenté de 4 %, soit plus que prévu, à 118,8 millions d'euros, au premier semestre. A 3,21 euros, le bénéfice net par action surprend agréablement aussi (3,10 euros attendus).
- **Vodafone** : a encore réduit de 10 % sa participation dans Vantage Towers ; le produit de la vente à Global

Infrastructure Partners et KKR s'élève à 1,3 milliard d'euros.

Matières premières

- **Albemarle** : les trimestriels reflètent la forte baisse des prix du lithium, dont l'entreprise profite pour adapter ses coûts et sa structure organisationnelle.
- **NexGen Energy** : selon les dernières estimations de

coûts, la construction de Rook I nécessitera non plus 1 milliard mais 1,6 milliard de dollars. Le projet s'annonce cependant toujours très rentable.

- **Schlumberger** : son chiffre d'affaires (9,14 milliards de dollars) comme son bénéfice net (0,85 dollar par action) ont dépassé les attentes, au deuxième trimestre.

Vieillessement

- **Inventiva** : a indiqué qu'elle dispose encore de suffisamment de liquidités pour fonctionner jusqu'en septembre et qu'elle étudie toutes les manières de trouver de nouveaux financements.
- **Sequana Medical** : le fonds d'investissement Partners in Equity en détient désormais 22,53 % des actions.

augmentera fortement les taxes sur les revenus miniers à compter de 2025. Par conséquent, les coûts de production y seront presque aussi élevés qu'au Canada. Cameco a clos le premier semestre avec 362 millions CAD de liquidités et titres négociables. Pour financer l'acquisition de Westinghouse,

la société a contracté un prêt à taux variable de 600 millions CAD, qui arrivera à échéance fin 2026. A plus long terme, les perspectives pour l'uranium restent très favorables. Comme une hausse des prix de vente et une baisse des coûts sont attendues, les bénéfices et flux de trésore-

rie de Cameco devraient augmenter au fil des ans. L'action semble plutôt onéreuse, à plus de 50 fois les bénéfices, à 9 fois le chiffre d'affaires et à 22 fois l'Ebitda attendus. Mais si l'on se base sur les estimations de bénéfices de l'année prochaine, la valorisation tombe à 27 fois les bénéfices, ce qui est bien

plus acceptable. Cette valeur de premier ordre de l'industrie de l'uranium est donc à nouveau digne d'achat (rating 1B) – pour le long terme, naturellement. **t**

PORTEFEUILLE

Couverture (9,42%)	Code ISIN	Cours achat	Qté	Devise	Cours	Valeur	Pond.	Rating	Histoire
Xtrackers S&P500 Inverse	LU0322251520	6,64	2.500	EUR	6,59	€16.472,50	9,42	1B	24/24
Matières premières (55,92%)									
AkerBP	NO0010345853	256,07	200	NOK	253,00	€4.178,09	2,39	1B	30/24
Albemarle Corp	US0126531013	122,50	40	USD	83,52	€3.046,51	1,74	1B	22/24
Cameco	CA13321L1085	10,08	100	USD	36,90	€3.364,95	1,92	1B	32/24
Equinox Gold	CA29446Y5020	5,43	700	USD	5,03	€3.210,83	1,84	1C	22/24
Global X Copper Miners	IE0003Z9E2Y3	25,50	100	EUR	28,00	€2.800,50	1,60	2B	27/24
Global X Silver Miners	IE000UL6CLP7	11,49	700	EUR	12,77	€8.939,00	5,11	1B	25/24
Gold Bullion Securities	GB00B00FHZ82	171,72	60	EUR	201,93	€12.115,80	6,93	1A	22/24
iShares Silver Trust	US46428Q1094	21,53	500	USD	24,86	€11.335,04	6,48	1B	16/24
Mosaic	US61945C1036	35,86	150	USD	26,52	€3.628,26	2,07	1B	19/24
NexGen Energy	CA65340P1062	4,44	500	USD	5,46	€2.489,51	1,42	2C	22/24
Pan American Silver	CA6979001089	15,92	400	USD	19,72	€7.193,14	4,11	1B	21/24
Sandstorm Gold	CA80013R2063	5,92	700	USD	5,14	€3.281,05	1,88	1B	25/24
Schlumberger	AN8068571086	47,16	80	USD	43,79	€3.194,38	1,83	1B	18/24
Sipef	BE0003898187	51,61	50	EUR	50,20	€2.621,00	1,50	1B	17/24
Sprott Physical UraniumTrust	CA85210A1049	11,36	700	CAD	23,99	€11.056,76	6,32	2B	23/24
Umicore	BE0974320526	23,96	225	EUR	11,98	€2.749,95	1,57	1B	32/24
VanEck Vectors Gold Miners	IE00BQQP9F84	28,71	350	EUR	35,94	€12.577,25	7,19	1B	22/24
Valeurs de base/trackers (6,98%)									
7C Solarparken	DE000A11QW68	2,72	750	EUR	2,35	€1.850,00	1,06	1A	28/24
Atenor	BE0003837540	6,54	400	EUR	5,51	€2.204,00	1,26	1C	24/24
Cofinimmo	BE0003593044	65,67	50	EUR	59,25	€2.962,50	1,69	1B	20/24
D'Ieteren	BE0974259880	79,54	10	EUR	196,00	€1.960,00	1,12	2A	25/24
Vodafone	GB00BH4HKS39	83,43	4.000	GBX	69,40	€3.232,79	1,85	1A	21/24
Viellissement (7,59%)									
argenx	NL0010832176	13,25	25	EUR	442,60	€11.065,00	6,33	2B	32/24
Inventiva	FR0013233012	9,98	300	EUR	2,08	€624,00	0,36	2C	32/24
MDxHealth	BE0974461940	3,19	350	USD	2,59	€826,65	0,47	1C	30/24
Sequana Medical	BE0974340722	6,52	750	EUR	1,00	€750,00	0,43	2C	22/24

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

Return total

Actions	%	Cash	%	Valeur totale	%
143.343,04	81,3	32.628,31	18,7	173.971,35	100

Comparaison des performances

	Depuis le 1/1/2024		Depuis le 1/1/2024
Trends-Tendances Bourse	+0,5%	Bel 20	+4,6%
Euro Stoxx 50	+1,2%	MSCI World	+7,7%

Ordres

Achats :-

Ventes : nous avons vendu 5 actions **argenx** à 440 euros pièce et 150 actions **Hyloris** à 3 euros l'unité.

ACTION

Norwegian Cruise Line Holdings

Contrairement à ce que laisse penser son nom, Norwegian Cruise Line Holdings (*ticker* : NCLH) est une entreprise américaine ; en 2023, 84 % de ses passagers étaient originaires d'Amérique du Nord. La société, à l'origine norvégienne, a commencé à exploiter des ferries pour le transport de véhicules entre Southampton, en Angleterre, et Gibraltar en 1966, avant de se recentrer sur les croisières de luxe.

La valorisation devrait encore augmenter lorsque les investisseurs auront pris acte de la trajectoire du CA et des bénéfices.

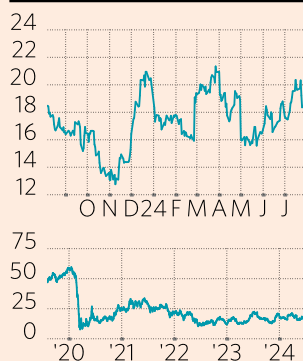
Le holding compte trois divisions, qui proposent au total 66.400 lits dans 32 navires. Norwegian Cruise Line exploite 19 navires et 85 % des lits ; Oceania Cruises (10 %) dispose de navires un peu plus petits et offre un service plus personnalisé ; et enfin, Regent Seven Seas Cruises (5 %) propose des croisières très haut de gamme, avec uniquement des suites dotées d'un balcon avec vue mer. Lors de sa Journée des investisseurs, en mai, la direction a indiqué qu'une croisière coûtait environ 20 % de moins qu'un voyage comparable à l'hôtel en 2017, et même 40 % en 2023. L'essor des croisières n'a donc rien d'étonnant. Le secteur ne représente encore que 2 % de l'industrie touristique ; toute hausse même modeste de la part de marché

reflète donc une croissance impressionnante. Le nombre de passagers a augmenté de 5,3 % par an entre 2009 et 2019, et la croissance annuelle est estimée à 5,6 % entre 2023 et 2027. Or, les capacités n'augmenteront que de 3 % par an ces prochaines années, ce qui augure une hausse des taux d'occupation et des prix de vente.

NCLH a, comme les autres croisiéristes, été affecté par la pandémie de Covid-19. L'action ayant chuté de 60 euros à moins de 10 euros en l'espace de trois mois en 2020, la société avait dû émettre de nouvelles actions pour se maintenir à flot. Elle navigue aujourd'hui en eaux plus calmes, si bien que S&P Global a relevé sa note de crédit, de B- à B+, en mars, prenant acte de son meilleur bilan et de l'augmentation de ses cash-flows d'exploitation (Ebitda) ainsi que du ratio dette nette/Ebitda.

NCLH peut désormais envisager l'avenir avec confiance. Pour asseoir sa croissance structurelle, elle a commandé

NORWEGIAN



Cours : 18,47 dollars

Ticker : NCLH US

Code ISIN : BMG667211046

Marché : NYSE

Capit. boursière : 7,92 milliards USD

C/B 2023 : 32,5

C/B attendu 2024 : 24,5

Perf. cours sur 12 mois : -16 %

Perf. cours depuis le 01/01 : +1 %

Rendement du dividende : -

13 navires. Elle table sur une hausse annuelle de 6 % des capacités vendues, de 22,7 millions de journées/nuitées en 2023 à 29,7 millions en 2028. Pour 2036, elle en



viser 37,2 millions, soit une progression de 4 % par an. Entre 2015 et 2019, soit avant la crise sanitaire, les capacités avaient augmenté de 7 % par an et le chiffre d'affaires (CA), de 11 %, notamment grâce à une amélioration de la conception des navires, pourvus de davantage de cabines donnant sur la mer, vendues jusqu'à deux fois plus cher. Les améliorations apportées, de même que la mise en service de nouveaux navires plus grands et efficaces, ont permis d'accroître l'Ebitda de 13 % par an et de relever la marge. Pour ces prochaines années, NCLH table sur une croissance plus rapide de l'Ebitda que du CA, qui connaîtra lui aussi une hausse supérieure à celle des capacités (6 % par an).

Conclusion

La direction va s'atteler à faire revenir la marge d'Ebitda à 39 % d'ici à 2026 ; cela représenterait une hausse de 50 % par rapport à l'estimation de 2024. Le bénéfice par action ajusté s'élèverait alors à 2,45 dollars, soit un ratio cours/bénéfice de 7,5 seulement pour 2026, au cours actuel. La valorisation devrait encore augmenter lorsque les investisseurs auront pris acte de la trajectoire du CA et des bénéfices. Si un dividende était à nouveau versé, cela y contribuerait aussi, mais compte tenu de l'accent mis sur le renforcement du bilan, ce ne sera sans doute pas pour tout de suite. **t**

Conseil : acheter

Risque : élevé

Rating : 1C

PARU SUR TRENDS-TENDANCES.BE/BOURSE
LE 29 JUILLET