

10 analystes vous conseillent

Moneytalk a tenté de savoir qui seront les grands gagnants de 2010. Dix analystes nous dévoilent leurs préférences pour l'année à venir.

2009 a révélé les excès sur les marchés des actions. En début d'année, une sérieuse correction a suivi, suffisamment forte que pour amorcer un revirement après qu'il s'est avéré que les Bourses étaient surachetées. L'an dernier, les actions cycliques avaient le vent en poupe, à l'inverse des valeurs défensives qui sont restées à la traîne. Ainsi, depuis le début de l'année, l'EuroStoxx600 a gagné environ 15 %, contre un rendement supérieur à 80 % pour le secteur des actions liées aux matières premières (le secteur cyclique par excellence).

Dans notre table ronde, vous avez pu lire les propos pessimistes d'Ivan Van de Cloot qui parle de roulette russe. Lierman s'interroge sur le caractère structurel de la

reprise aux USA et selon Noels, les Banques centrales n'ont toujours pas tiré de leçon du krash boursier. Des avis divers donc, inspirant des conseils variés. Ci-après, en complément à notre table ronde, nous reprenons les titres qui, selon les analystes, partent favoris pour 2010.

Danny Van Quaethem (SG Private Banking)

Deceuninck

Dans nos hypothèses, nous considérons qu'à terme, Deceuninck dégagera un chiffre d'affaires d'environ 550 millions EUR, avec une marge EBITDA de 12% au moins. Sur cette base et en appliquant un VE/EBITDA de 5, un C/B de 13 et un C/VC de 13, nous arrivons à un objectif de cours de 2,1 EUR.

GBL

Trois participations représentent 75% de la valeur du holding : Total (27,6%), GDF Suez et Lafarge (respectivement 24%). Pernod Ricard (9%) et Imerys (7%) sont deux autres noms importants. Toutes les sociétés sont suffisamment capitalisées et prêtes à profiter de la reprise économique. Le holding présente un bel équilibre entre valeurs défensives et cycliques. Dans une perspective historique, la décote de 29% est relativement élevée. Objectif de cours: 75 EUR.

Omega Pharma

Omega Pharma a récemment vendu sa participation de 24,04% dans Arseus, une opération qui a permis de dégager 60 millions EUR cash, avec une plus-value estimée à 15 millions EUR (0,62 EUR p.a.). Ce montant sera affecté à la réduction des dettes, à de petites acquisitions et surtout, à l'innovation. A partir de 2010, le groupe veut renouveler un produit existant tous les 6 ►►►



GBL permet d'investir indirectement dans des sociétés de qualité du secteur.



BLOOMBERG

mois et lancer une nouvelle marque Star. Avec les investissements en Europe orientale et dans d'autres marchés en expansion, les chiffres de croissance de 2010 s'annoncent à nouveau très solides. L'important programme d'économies de coûts pourrait avoir un effet de levier sur le bénéfice. L'objectif de cours est fixé à 40 EUR, soit près de 12 fois le bénéfice du consensus.

❖ Telenet

Le titre cote avec une importante prime (16,6 fois le bénéfice attendu de 2010, ce qui se justifie par la forte croissance du groupe). La valeur d'entreprise (capitalisation boursière + dettes nettes) sur *cash-flow* d'exploitation (VE/EBITDA) revient à 6,9 pour 2009. L'actionnaire majoritaire Liberty Global a racheté il y a peu le numéro deux du câble allemand Unitymedia à un VE/EBITDA de 7,4 pour 2010. Pour Telenet, cette valorisation impliquerait un cours d'environ 26 EUR. Le groupe a enregistré d'excellents résultats en 2009 et ses prévisions de croissance sur 2010 sont optimistes. Partant de 7 fois le VE/EBITDA, nous obtenons un objectif de cours de 23 EUR.



❖ Vivendi

Ces derniers mois, Vivendi tente de redorer son image terne de conglomérat par des transactions remarquables. Il y a peu, le groupe a ainsi acquis l'opérateur télécom brésilien Global Village Telecom (GVT). Vivendi a payé le prix fort, mais GVT est un acteur préminent sur un marché en pleine expansion. Avec l'augmentation de capital dans Canal+ et une possible sortie de Universal, le groupe recentre ses activités. Plus de 60% du bénéfice proviennent du pan télécom, le reste étant généré par le secteur médias. Le groupe présente un profil défensif et est sous-valorisé à 8,3 fois le bénéfice, avec un rendement sur dividende brut de 7,3%. Notre objectif de cours est fixé à 24 EUR.

Patrick Millecam (Value Square)

❖ GBL

Au cours actuel, le holding d'Albert Frère présente une décote de pas moins de 28,14% par rapport à sa valeur intrinsèque. De plus, le titre est resté à la traîne par rapport aux autres valeurs boursières.

❖ Solvac/Solvay

Solvac est le holding qui chapeaute le groupe chimique Solvay. La décote est actuellement d'environ 25%. Nous préconisons aussi le titre Solvay qui est sous-valorisé après la vente de la division pharmaceutique à Abbot.

❖ Brederode

Le holding de Pierre van der Mersch présente une décote de 32,63% et comme GBL, accuse un retard par rapport aux autres valeurs boursières. Holdicam, le holding personnel de Pierre van der Mersch, rachète actuellement des actions Brederode.

❖ Mobistar

Le numéro deux de la téléphonie mobile en Belgique présente un haut rendement sur dividende (de près de 10%). Mobistar est digne d'achat dans une optique spéculative, compte-tenu de la possible offre de reprise de l'actionnaire majoritaire France Telecom.



Telenet a enregistré d'excellents résultats en 2009 et ses prévisions de croissance sur 2010 sont optimistes.

❖ Immobil

Immobel est la première société immobilière de Belgique. Avec l'entrée en fonction du Baron Paul Buysse, un vent de renouveau souffle sur l'entreprise. Le titre est fortement sous-valorisé.

Patrick Casselman (KBC)

❖ GBL

Nous préconisons un investissement dans les secteurs énergétique et d'utilité publique en raison de leur faible valorisation et des perspectives de prix favorables à moyen terme, vu la rareté de l'offre attendue. GBL permet d'investir indirectement dans des sociétés de qualité du secteur, comme Total, GDF-Suez et Lafarge, le tout avec une décote de 30%.

❖ Telenet

Sur le marché des télécoms arrivé à maturité, Telenet affiche une forte croissance, grâce au gain de parts de marché et au potentiel de croissance de la TV numérique. De plus, les ventes croisées et l'élargissement de l'offre avec la téléphonie mobile (en collaboration avec Mobistar) sont un succès. Vu l'important levier opérationnel, le bénéfice pourrait encore sensiblement augmenter. Telenet est aussi un potentiel candidat à la reprise.

❖ Nyrstar

Au vu du caractère très cyclique du groupe, le marché s'attendait en début d'année à une lourde perte nette sur 2009. Nyrstar a donc créé la surprise en annonçant un résultat net en équilibre sur les 6 premiers mois, une prestation qui s'explique surtout par des économies de coûts drastiques. Et avec l'embellie conjoncturelle et la hausse des prix du zinc, le deuxième semestre et 2010 devraient être meilleurs encore. Même si le cours du titre a quintuplé par rapport à son plus-bas, il reste bon marché compte-tenu du potentiel de gain moyen sur les cycles conjoncturels. De plus, Nyrstar évolue vers un groupe de production/minier intégré.

❖ Melexis

Le repli marqué du chiffre d'affaires de Melexis fin 2008, début 2009 était un phénomène purement cyclique lié à la baisse des ventes automobiles et à la forte réduction des stocks. Depuis, un solide redressement a été amorcé. Structurellement parlant, le groupe ne présente aucun problème, car ses marchés de vente gardent de belles perspectives de croissance. Il s'agit de composants nécessaires pour répondre aux normes environnementales de plus en plus strictes pour les moteurs à combustion ou aux exigences plus pointues en matière de sécurité et de confort. De plus, Melexis a prouvé qu'il disposait de produits supérieurs et d'une grande force innovatrice, puisque ces 10 dernières années, sa



Nyrstar a créé la surprise en annonçant un résultat net en équilibre sur les 6 premiers mois, une prestation qui s'explique surtout par des économies de coûts drastiques.

croissance a été plus forte que celle du marché. Vu sa solide position sur le marché, le groupe peut aussi se concentrer sur des produits à forte marge bénéficiaire.

❖ IBA

IBA est un des deux acteurs clés en matière de protonthérapie (traitement ciblé contre le cancer), une activité à haut potentiel de croissance. En offrant des services de location, IBA entend réduire les investissements des hôpitaux, ce qui pourrait donner un nouvel élan au marché. IBA est également un potentiel candidat à la reprise.

Pieter De Bisschop (Deutsche Bank)

❖ Telenet

Depuis l'acquisition d'Interkabel l'an dernier, Telenet a réalisé un parcours sans fautes. On notera les solides chiffres d'affaires et la forte rentabilité du groupe. Le succès de Telenet s'explique par le fait qu'il tire un avantage maximal de ses clients « multiple play » (qui ►►►

[EN COUVERTURE] INVESTIR EN 2010

prennent plusieurs services et sont donc plus rentables). Le titre pourrait continuer à progresser jusqu'à 22 EUR.

❖ Syngenta

Avec la demande croissante de produits alimentaires, il est de plus en plus important de disposer de bonnes technologies. A cet égard, le Suisse Syngenta occupe une place préminente. La société est spécialisée dans la recherche et le développement de produits pour la santé des cultures. Ces produits protègent les cultures contre les attaques des insectes (insecticides), contre les épidémies causées par les champignons (fongicides) et contre les mauvaises herbes (herbicides). La position du groupe sur le marché, associée au lancement de nouveaux produits constitueront un soutien pour le cours du titre dans les prochaines années. Pour 2010, nous anticipons une progression à 350 CHF.

❖ Amgen

Dans le secteur américain de la santé, Amgen remporte nos suffrages. Ce groupe de biotech profitera dans les prochaines années du lancement attendu d'un médicament contre l'ostéoporose. Le lancement de ce produit (avec un potentiel de chiffre d'affaires annuel supérieur à 3 milliards USD) devrait compenser la perte induite par d'autres médicaments dans le chiffre d'affaires. Les ventes de l'Aranesp (anémie) par exemple, déçoivent depuis plusieurs trimestres.

❖ Colruyt

Colruyt reste une des chaînes de grands magasins les plus renommées en Belgique. Ce spécialiste du *hard-discount* peut se targuer d'un *track record* supérieur tant au niveau du chiffre d'affaires que du bénéfice. De plus, le groupe travaille à la réalisation de marges élevées et est presque sans dettes, ce qui lui permet d'affecter ses liquidités au rachat d'actions propres. Vu sa part de marché croissante, le titre devrait atteindre un niveau de 200 EUR p.a. courant 2010.

Dominique Marchese (Capital at Work)

❖ E.ON

Après une année boursière décevante, le secteur des Utilities renferme quelques opportunités d'investissement. Nous pensons, par exemple, que les faibles prix de l'électricité et du gaz, conséquence d'un excès temporaire d'offre face à une demande industrielle en berne, sont correctement reflétés dans la valorisation du géant allemand E.ON. Dans un environnement délicat, le groupe a publié des résultats 2009 en ligne avec ses prévisions, grâce à des programmes de couverture et de réduction de coûts. Nous anticipons une forte progression des *free cash-flows* à partir de 2012, suite à la baisse programmée des investissements

de développement, ce qui devrait garantir de hauts dividendes pour l'actionnaire.

❖ Activision Blizzard

Activision Blizzard est le plus grand concepteur de jeux vidéos indépendant au monde. Avec une gamme de jeux *offline* et *online* diversifiés et à grand succès, le groupe devrait facilement pouvoir gagner des parts de marché dans cette branche en expansion de l'industrie de l'*entertainment*. Le lancement récent de plusieurs jeux (dont « Guitar Hero », « Call of Duty: Modern Warfare ») qui battent déjà tous les records de ventes associé à un solide « pipeline » devraient constituer un soutien pour le 4^e trimestre, malgré le caractère cyclique du secteur. De plus, le groupe est en excellente santé financière.



Colruyt montre un parcours sans faute depuis des décennies.

❖ Novartis

La contribution des nouveaux produits pharmaceutiques et un pipeline prometteur devraient permettre à Novartis de compenser l'impact sur ses ventes et ses marges de l'échéance brevetaire de certains blockbusters. Les perspectives de la division Vaccins sont attractives grâce au vaccin contre la méningite et aux récents investissements dans la production par culture cellulaire. Enfin, l'acquisition attendue d'Alcon permettra au groupe de diversifier davantage son activité, tout en améliorant sa rentabilité. Ces éléments contribueront à conforter une génération de *free cash-flows* déjà généreuse.

❖ Carlsberg

Malgré de faibles volumes enregistrés sur la plupart de ses marchés, Carlsberg générera un *cash-flow* disponible record cette année, grâce à une nette amélioration de ses marges en Russie essentiellement et à une diminution marquée de ses investissements. En 2010, les marges du groupe devraient continuer à gonfler, soutenues par des coûts de matières premières sensiblement plus bas pour l'Europe occidentale et des économies de coûts continues. Bien que l'application de la mesure visant à tripler les accises sur la bière en Russie soit toute proche, le potentiel de croissance de ce marché reste grand. En termes absolus et relatifs, le titre est très bon marché.

❖ Dresser Rand

Ce groupe, dont le siège est à Houston, est un leader dans les équipements utilisés dans le secteur du pétrole et du gaz, et est présent sur toute la chaîne de valeur, de l'Upstream au Downstream. Nous apprécions particulièrement son *business model*: faible intensité capitalistique, forte récurrence des revenus grâce aux activités de maintenance et de pièces de rechange, organisation industrielle flexible et leadership technologique. Dresser Rand est ce que l'on appelle une machine à générer du *free cash-flow*. En outre, son bilan est solide. Alors que le carnet d'ordres fut sous pression en 2009, nous prévoyons une amélioration en 2010, grâce à une meilleure tenue des prix énergétiques et la reprise des investissements des groupes pétroliers.

Dexia Asset Management

❖ Telenet

Dans le difficile contexte macro-économique actuel, notre préférence va à Telenet, qui présente un profil moins cyclique que les autres opérateurs télécoms. Telenet est faiblement exposé à la téléphonie mobile (via Mobistar). De plus, la télévision et la TV numérique sont soutenues par un public de plus en plus large peu enclin à partir de chez lui pendant ses temps libres. Cette tendance est confirmée par le nombre d'abonnements supplémen-

taires à la télévision numérique. Malgré tous ces éléments positifs, Telenet n'a pas surperformé pendant le glissement du marché vers des actions cycliques. Telenet est un titre de qualité avec un profil de croissance durable, ce qui est étrange dans le contexte actuel.

❖ Bekaert

Bekaert devrait commencer à cueillir les fruits de sa stratégie visant à se déplacer vers les pays en expansion et à accroître sa capacité dans les pays à forte croissance. Le groupe détient une position dominante dans le fil d'acier en Chine et au Brésil, les deux marchés qui connaissent la croissance la plus rapide. Bekaert continue à renforcer son exposition aux pays en expansion et à apporter de la valeur ajoutée à son portefeuille, via des efforts intensifs en R&D. Même si ces initiatives stratégiques sont assombries par la crise économique (avec de fortes baisses des prix des matières premières brutes), nous anticipons une évolution positive. Les prix des matières premières brutes devraient remonter et les volumes, se rétablir. Bekaert pourrait également tirer profit des programmes d'infrastructure chinois. Le groupe présente un bilan sain et est en bonne santé financière.

❖ Nyrstar

Nyrstar tire profit du cours élevé du zinc qui depuis fin 2008 est passé de 1200 à 2080 USD/tonne, alors que les grosses pointures du secteur ont réduit leur production pour restaurer l'équilibre entre l'offre et la demande. Nyrstar travaille également à la réduction de ses coûts de production. Avec l'embellie conjoncturelle qui se dessine, le groupe devrait bien performer, grâce à son levier opérationnel et à la reprise de la production à Budel et Clarksville depuis juin 2009. La nouvelle stratégie du groupe (qui évolue vers un groupe de production à intégration verticale) nous séduit. Cette stratégie devrait soutenir le bénéfice et rendre Nyrstar moins dépendant des grands groupes miniers.

❖ D'Ieteren

D'Ieteren profite de sa participation renforcée dans Belron (connue par les marques Carglass/Autoglass) qui consolidera le bénéfice et le *cash-flow* du groupe. Par ailleurs, Avis Europe (location à court terme de véhicules) devrait tirer avantage d'une meilleure gestion des coûts et de la flotte depuis l'arrivée du nouveau PDG en 2008, qui a permis d'obtenir une meilleure discipline de marché et entraîné un rétablissement cyclique dans le segment location de véhicules. Enfin, en Belgique, les immatriculations de véhicules neufs évoluent favorablement, ce qui devrait profiter au réseau de distribution de D'Ieteren.

❖ EVS

La situation devrait s'améliorer pour EVS avec les Jeux Olympiques d'hiver de 2010 à Vancouver et la Coupe mondiale de football en Afrique du Sud. Entre-temps, les perspectives sur le long terme restent posi- ►►►

[EN COUVERTURE] INVESTIR EN 2010

tives, avec une demande soutenue pour la télévision haute définition, malgré la crise économique. L'*upgrade* vers les émissions en HD reste une des sources de valeur pour EVS, tout comme le passage des cassettes aux serveurs. Même s'il ne faut pas attendre de rétablissement avant le 4^e trimestre 2010, nous restons positifs pour EVS.

Ignace De Coene (Petercam)

Apple

Avec Apple, vous intégrez les principaux thèmes du secteur TMT des prochaines années: croissance des données mobiles et smartphones, numérisation et environnement numérique. A court terme, l'évolution du bénéfice est soutenue par de nouveaux produits et par l'élargissement de la base de distribution (fin de l'exclusivité de distribution au Royaume-Uni et au Canada notamment). Par ailleurs, le lancement d'une tablette Internet pourrait donner un nouvel élan en 2010. D'un point de vue optique, la valorisation du titre semble chère, avec un C/B de 22 en 2011, mais cette méthode reporte plusieurs recettes dans le temps. Après correction, le C/B revient à près de 16 pour 2010. A noter que le groupe génère un important *free cash-flow*.

British Gas

Les années à venir s'annoncent sous les meilleurs auspices pour British Gas, avec une hausse de la production de plus de 5% par an, soutenue par une forte présence aux USA, en Australie et au Brésil. L'entreprise présente un intéressant potentiel au Brésil, où elle détient une participation de 25% dans le champ de Tupi. Les premiers tests de production indiquent que le champ est plus grand que prévu. De plus, les nouveaux champs découverts présentent un haut potentiel d'exploitation gazière. Selon les premières estimations, les réserves de gaz de BG au Brésil pourraient être aussi importantes que le gigantesque champ Troll en Norvège (qui assure 10% de l'approvisionnement annuel de l'Europe). British Gas cote à un C/B attendu de 13 pour 2011.

MAN

MAN est un grand importateur européen de camions, avec une forte présence en Amérique latine et en Chine notamment. Les anticipations pour le marché des camions restent négatives, mais pourraient surprendre positivement l'an prochain. MAN dispose encore d'un grand potentiel de restructuration – surtout si le rapprochement avec Scania se concrétise (les deux acteurs comptent avec VW comme principal actionnaire). Le groupe a parfaitement pu adapter sa structure de coûts à la baisse des volumes. Si les volumes se rétablissent, les résultats seront soutenus par un important levier opérationnel. MAN cote à 14 fois le bénéfice attendu de 2011.

ING

ING présente un scénario de restructuration idéal dans le secteur bancaire européen. Après la vente du pan assurances, les investisseurs se retrouveront avec une banque présentant un risque faible, un rendement sur fonds propres supérieur à 10%, un bilan fort et une valorisation attrayante. Une vente des activités assurances à la valeur comptable (estimation conservatrice) devrait encore donner un *upside* substantiel. ING cote à 6 fois le bénéfice attendu de 2011 (avant augmentation de capital).

SEB

SEB est le leader du marché de l'électroménager et des ustensiles de cuisine avec des marques comme Tefal, Moulinex, Rowenta ou Krups. L'entreprise est dirigée de main de maître (actionnariat familial), elle a toujours été bénéficiaire ces 10 dernières années et distribué un dividende stable ou plus élevé. Le groupe est le numéro un du secteur en Europe, mais aussi en Chine depuis fin 2007, après l'acquisition de 51% de son pendant chinois (Supor). SEB réalise maintenant entre 40 et 45% de son chiffre d'affaires dans les pays en expansion. L'acquisition et l'intégration de Supor sont un tremplin pour le groupe en vue d'une croissance accélérée en Asie et dans les autres pays en expansion en utilisant Supor comme base de production et le réseau de distribution de Supor pour vendre plus largement ses produits. Valorisation attrayante avec un C/B attendu de 11 pour 2011.

Werner Wuyts (Dierickx, Leys en Cie)

Sofina

Le holding Sofina investit dans plusieurs sociétés cotées en Bourse et possède des positions dans des fonds de *private equity* de renom. Ces 10 dernières années, Sofina a systématiquement battu les principaux indices européens. L'actuelle décote de plus de 30% par rapport à la valeur intrinsèque n'est donc pas justifiée.

GBL

Entre le 1/1/2009 et le 06/11/2009 inclus, la valeur intrinsèque du holding a augmenté de 10,8% (à 88 EUR), contre une progression de 10,1% pour le cours du titre. De ce fait, la décote par rapport à la valeur intrinsèque est toujours d'environ 30%, alors que le rendement sur dividende net (avec strips) revient à 3,12. Les 3 premiers trimestres de 2009, GBL a sous-performé par rapport au Bel-20, ce qui n'est pas anormal puisque l'indice avait subi une perte nettement plus importante (-54%) que GBL (-35%) l'an dernier. Selon notre analyse, ces 16 dernières années, GBL a surperformé de 1 à 2% la moyenne boursière sur base annuelle.

❖ Delhaize

Non seulement Delhaize est touché par la crise économique, mais en plus, il doit faire face à une concurrence acerbe, surtout sur son principal marché (USA). Mais l'évolution favorable des chiffres d'affaires et des marges prouvent que même en période difficile, le groupe se montre fort. Le titre cote à 1,2 fois la valeur comptable et 10,1 fois le bénéfice attendu de 2009. Digne d'achat.

❖ Solvay

Solvay s'est récemment défait de sa division Pharmacie, une activité que le groupe avait pris soin de développer ces 30 dernières années comme diversification aux divisions Chimie et Plastiques. Solvay obtiendra entre 4,5 et 5,1 milliards EUR, en fonction de la concrétisation (ou non) des différentes étapes. La valorisation des autres activités revient ainsi à plus ou moins 13,5 EUR p.a., nettement moins que notre estimation de 22,5 EUR.

Solvay cherche une autre activité pour neutraliser le caractère cyclique des autres divisions. Vu l'ancrage familial du groupe et la prudente politique d'acquisitions menée par le passé, le management ne devrait pas se lancer dans des opérations de reprise trop coûteuses.

❖ Van De Velde

Des augmentations de prix ont permis à Van De Velde de neutraliser la baisse de ses volumes au premier semestre. Le bénéfice s'est tassé de 12%, en raison de la poursuite du développement du réseau de ventes. Avec la fermeture d'une usine en Hongrie et l'intégration de la division logistique de Sarda (une acquisition récente), Van de Velde jette les bases de sa future croissance. Le *track record* du groupe est excellent. Au fil des cycles économiques, l'entreprise a toujours pu afficher croissance et bénéfice mais ces dernières années, les choses ont changé. Le titre reste néanmoins un placement de valeur. Digne d'achat aux cours actuels.

Rik D'Hoest (Delta Lloyd)

❖ Telenet

Telenet est le câblo-opérateur le mieux dirigé en Europe. Le groupe offre l'Internet à haut débit et des services de téléphonie par le câble. Il est le n°1 de la télévision et de l'Internet en Flandre. Des tarifs bas et des formules attrayantes devraient permettre au groupe de renforcer sa croissance. En tout cas, crise ou pas, 2009 a été une excellente année. La Belgique présente encore un beau potentiel de croissance dans la télévision numérique. Par ailleurs, Telenet entend obtenir un maximum de clients « triple play ». La société est gérée par un management très fort et dispose d'une certaine avance technologique, surtout par rapport aux pays voisins. Comme les plus gros investissements ont

été réalisés, la croissance constante et des dépenses en capital moins élevées devraient continuer à soutenir les résultats.

❖ Kinopolis

La notoriété, les complexes ultra-modernes, un concept commercial bien pensé (mieux développé qu'auparavant, grâce à un nouveau management fort), un chiffre d'affaires par visiteur en hausse et des marges plus élevées que ses concurrents, devraient faire augmenter la valeur implicite du groupe, même sans trop tenir compte du pan immobilier dans la valorisation. Le groupe



**Vandevelde
reste
un placement
de valeur.
Digne d'achat
aux cours
actuels.**

a toujours généré d'importants *cash-flows* et l'arrivée du film numérique ne devrait pas changer la donne, que du contraire. Des économies de coûts et des dépenses en capital moins élevées à terme généreront de la valeur supplémentaire. Avec un VE/EBITDA inférieur à 6, le titre n'est pas récompensé pour son potentiel.

❖ GBL

Le portefeuille du holding est composé de titres de qualité dans des secteurs sélectifs. GBL présente un mix équilibré entre secteurs défensifs et cycliques. GDF Suez et Total sont les principales participations du groupe, qui de ce fait, a davantage un profil défensif. Les liquidités nettes se chiffrent actuellement à près de 390 millions EUR. Un investissement dans GBL est légèrement spéculatif, avec une possible nouvelle simplification de l'empire Frère. La décote par rapport à la valeur intrinsèque revient à 29,7%, ce qui est élevé dans une perspective historique. ▶▶▶

❖ Colruyt

Le groupe alimentaire est un acteur local fort, qui présente un rendement élevé, un excellent *track record* et est dirigé par un management prudent. Colruyt joue la carte des prix, un argument qui lui permet de continuer à gagner des parts de marché à un moment où le moral des consommateurs est plus bas. Des coûts énergétiques et surtout des frais de personnel plus élevés compriment la marge opérationnelle, mais le problème est temporaire. Au niveau structurel, Colruyt affiche de solides prestations. Le bilan du groupe est très sain. Le programme de rachat d'actions propres (le groupe en détient déjà 6%) constitue un soutien pour le titre.

❖ Nyrstar

Nyrstar a publié de solides résultats semestriels et pourrait donc, contre toute attente, clôturer l'exercice 2009 en bénéfices. Le groupe a une bonne maîtrise de ses coûts et a revu à la hausse son objectif d'économies de coûts annuelles de 25 millions EUR. La production augmente aussi progressivement. La politique du nouveau PDG produit donc ses effets. En plus des activités de fonte, le groupe souhaite se lancer dans la construction minière par le biais d'acquisitions. Des initiatives dans ce sens (plusieurs mines à différents endroits) ont été prises récemment. L'évolution positive du cours du zinc se confirme et les stocks de zinc diminueront à partir de mi-2010. Pour faire face à cette évolution, le groupe peut compter sur un solide *cash-flow*. De plus, Nyrstar a obtenu l'autorisation de racheter des actions propres et de distribuer un dividende. Avec un VE/EBITDA proche de 4, la valorisation reste faible, surtout après les récentes acquisitions minières.

Leleux Associated Brokers

❖ Roularta Media Group

Après la pluie, le beau temps... Les grands investissements sont faits, la société est recapitalisée (la famille De Nolf y est allée de sa poche), le groupe est plus léger pour profiter d'un redémarrage possible des activités. A ces niveaux de cours, et malgré la remontée du titre, l'action n'en reste pas moins très bon marché. La décote de 28% par rapport au secteur ajoute de l'eau au moulin.

❖ Colruyt

Rigueur métronomique... En cas de forte volatilité sur les Bourses, les opérateurs se tournent vers les secteurs dits plus défensifs. Le positionnement de Colruyt, axé sur les prix bas fait plus que jamais mouche. Fondamentalement, Colruyt montre un parcours sans faute depuis des décennies. Nous serions acheteurs de cette perle fondamentale à des cours légèrement inférieurs, si le marché le permet.

❖ Hamon

The american dream ! L'entreprise wallonne, spécialisée dans les tours de refroidissement d'eau et les systèmes de dépollution de l'air reste anormalement bon marché. Les vecteurs de croissance restent intacts et prometteurs, en raison de la pénurie de l'offre, de la vétusté des centrales existantes, et la demande régulatoire en réduction des émissions nocives.

❖ Gazprom

Le groupe casse son image de bad boy. L'empire Gazprom contrôle un quart des réserves mondiales de gaz. La capitalisation boursière de Gazprom atteint aujourd'hui 95 milliards d'euros. Les réserves prouvées et probables de gaz (30.000 milliards de m³) valent au cours du jour +/- 148 milliards d'euros. Gazprom est un candidat de choix en termes patrimoniaux.

❖ Pfizer

En très bonne position, dès la fin du Lipitor. Pfizer devrait subir la disparition du Lipitor en 2011 (12 milliards de dollars de ventes). Le rachat de Wyeth est un coup de maître car aucun de ses principaux brevets n'est menacé d'une expiration prochaine. Pfizer est une société de premier plan, qui vient de redessiner son avenir avec brio, sans ombres au bilan, et avec des valorisations totalement injustes. ■

Ken Van Weyenberg



Pfizer est une société de premier plan, qui vient de redessiner son avenir avec brio, sans ombres au bilan.