

# THE MARKETS!

Bulletin d'information de Dierickx Leys Private Bank  
Cinquième année, n° 9 - septembre 2019

## Marchés des actions

Le PMI de l'industrie manufacturière européenne (indicateur des directeurs d'achat de l'industrie) est resté, avec 47, largement en dessous de la limite des 50 points qui différencie la croissance économique d'une contraction. Le PMI du secteur des services est resté stable à 53,4 points, indiquant que le secteur est toujours en croissance. Il est clair depuis un certain temps déjà que la production industrielle européenne ralentit fortement. L'industrie allemande, moteur de la production industrielle européenne, se contracte depuis 8 mois consécutifs. En conséquence, l'économie allemande a connu au dernier trimestre une croissance négative pour la première fois depuis de nombreuses années.

Pour l'instant, le secteur des services résiste toujours en Europe, car il n'est pas très affecté par les conflits commerciaux, mais le faible niveau de confiance des consommateurs européens est

un élément à surveiller. Pour le moment, l'économie américaine continue d'afficher des résultats nettement meilleurs que l'économie européenne, avec un taux de chômage à son plus bas niveau historique, une inflation d'environ 1,8% et une croissance économique de 2%. Toutefois, certains indicateurs économiques ont brusquement chuté en août. Par exemple, les indicateurs mesurant la confiance des consommateurs et la production industrielle ont fortement baissé, mais les ventes au détail ont continué provisoirement à augmenter. Nous pouvons en conclure que l'Américain moyen s'inquiète peut-être davantage de l'augmentation des mauvaises nouvelles macroéconomiques, mais ne limite pas (encore) ses dépenses. Toutefois, la tendance est la même qu'en Europe : l'industrie ralentit considérablement en raison des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, et le secteur des services résiste mieux pour l'instant.

Entre-temps, la plupart des entreprises ont publié leurs résultats semestriels. Comme nous l'avons souligné dans les éditions précédentes, il est clair que les sociétés plus cycliques, en particulier, ont obtenu des résultats mitigés. Des entreprises comme Melexis ou Sipef souffrent clairement des tensions commerciales, tandis que des entreprises plus défensives comme Booking Holdings, LVMH et Kinopolis ont pu afficher des résultats solides. En outre, nous constatons clairement que les entreprises proposant un dividende sûr et élevé (qui sont donc considérées comme une solution alternative aux obligations) ont continué à atteindre des niveaux record. Notre sélection d'entreprises qui ont atteint de nouveaux cours record au cours des dernières semaines comprennent notamment Elia et Care Property Invest.

# Marchés des obligations

La courbe inversée des taux américains, le phénomène par lequel les taux à court terme américains offrent un rendement supérieur au taux américain à long terme, a provoqué une contraction du marché des actions et des obligations au cours des dernières semaines. Dans le passé, une courbe de rendement inversée était habituellement un précurseur de récession, ce qui a rendu les investisseurs nerveux. En outre, il y a eu aussi l'escalade de la guerre commerciale, où les États-Unis ont augmenté les taxes sur les

marchandises en provenance de Chine, après quoi la Chine a pris des contre-mesures et les États-Unis ont à leur tour annoncé une nouvelle hausse des taux. Tout cela a conduit à une hausse de l'indicateur de volatilité (VIX), également connu sous le nom de baromètre de la peur de l'investisseur, à son plus haut niveau depuis le début de l'année. Les perspectives de nouvelles baisses des taux d'intérêt en septembre, tant aux États-Unis qu'en Europe, poussent les taux d'intérêt à long terme encore plus loin vers de

nouveaux creux. Les obligations d'État belges à 10 ans sont tombées à -0,39% en août et un nouveau record de -0,71% a été atteint en Allemagne. Dans les obligations d'entreprises, le nombre d'obligations à rendement négatif augmente également, ce qui complique encore la recherche d'opportunités d'investissement intéressantes.

Pour plus d'informations sur des obligations et/ou leur notation, consultez :

Anvers +32 3 241 09 87  
Mortsel +32 3 443 93 50  
Gand +32 9 240 00 40



Graphique VIX



Graphique courbe de taux inversée

■ taux 10 ans USA ■ taux 2 ans USA

## Changements de recommandation

Date	Nom	Ancienne recommandation	Nouvelle recommandation	Raison du changement de recommandation
06/08/19	Fagron	Conserver	Acheter	Chute du cours boursier
07/08/19	IWG	Conserver	Vendre	Surévaluation
09/08/19	Burford Capital	Acheter	Vendre	Accusations de fraude comptable
10/08/19	Vastned Retail	Acheter	Acheter	Diminution des zones d'achat
13/08/19	KBC Groupe	Conserver	Conserver	Diminution des zones d'achat
14/08/19	Sipef	Vendre	Vendre	Diminution des zones d'achat
22/08/19	Kinopolis	Acheter	Conserver	Valorisation en hausse

# Commentaire changements de recommandation

## Fagron

€ 16,13\*

Pharmacie – Acheter

Fagron a réalisé de bons résultats au premier semestre, bien que l'accord coûteux avec le ministère américain de la Justice ait pesé sur le résultat net. Nous pensons que la dernière faiblesse boursière a été plutôt technique en raison de la sortie de certains des grands actionnaires. Aux cours actuels, Fagron nous semble cependant un peu plus intéressante.

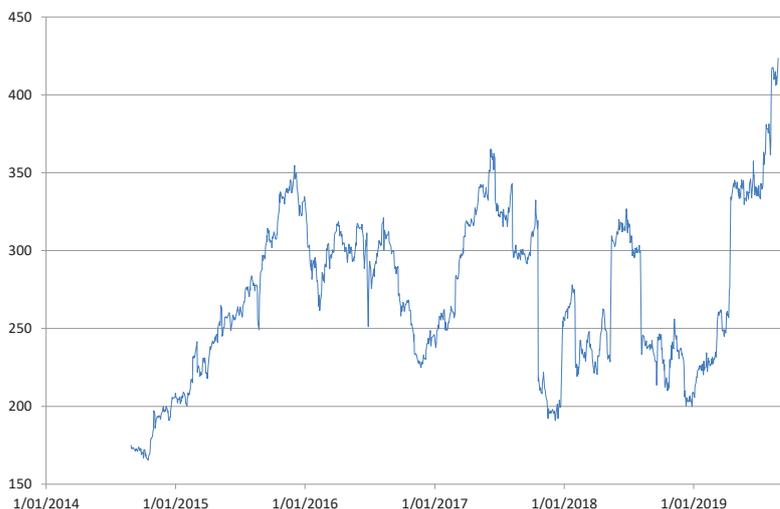


## IWG

£ 4,16\*

Immobilier – Vendre

Même si le chiffre d'affaires a augmenté de plus de 10% au cours du dernier semestre, le bénéfice d'exploitation n'a pas suivi cette hausse. Nous sommes conscients que la stratégie de l'entreprise consiste principalement pour le moment à investir à grande échelle, mais nous nous posons des questions sur la durabilité de ce modèle. Depuis le début de l'année, le cours de l'action a augmenté de plus de 85%. Corrigée de la plus-value de la vente des activités japonaises, l'action est cotée à plus de 31 fois le bénéfice attendu : trop cher selon nous.



## Burford Capital

£ 7,87\*

Finances – Vendre

L'entreprise a été accusée le mois dernier de fraude comptable par un hedge fund bien connu. Après une analyse interne minutieuse, nous avons dû conclure que l'incertitude entourant les données financières publiées est devenue trop grande. Nous pensons qu'il sera très difficile pour la direction dans les années à venir de convaincre les investisseurs de l'exactitude des données financières publiées par l'entreprise, et que cela peut continuer à peser sur le cours de l'action. Nous diminuons donc la recommandation à la vente.



\* Date du cours : 27/08/2019  
Source : Dierickx Leys Private Bank

## Vastned Retail

€ 26,95\*

### Immobilier – Acheter

Les résultats semestriels ont été plus négatifs que prévu et plusieurs éléments du rapport semestriel nous amènent à remettre en question notre hypothèse d'investissement initiale. Nous constatons notamment que certains ratios tels que le taux d'occupation, la croissance brute des loyers et la valeur nette d'inventaire ont évolué à la baisse au cours du dernier semestre. Cependant, plusieurs de ces éléments vont se rétablir maintenant qu'un nouveau locataire a été trouvé pour l'immeuble à Paris. Nous croyons en la stratégie à long terme de l'entreprise et en la réorientation stratégique de la direction vers le segment haut de gamme du marché de l'immobilier commercial.

Avec une décote de 43% sur la valeur intrinsèque, l'action est désormais valorisée à très bas prix. Nous avons également ajusté nos zones d'achat à la baisse pour refléter le risque plus élevé.

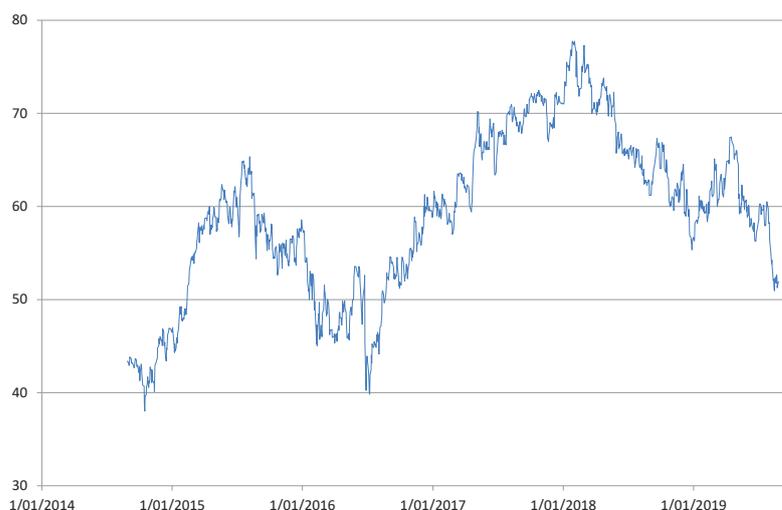
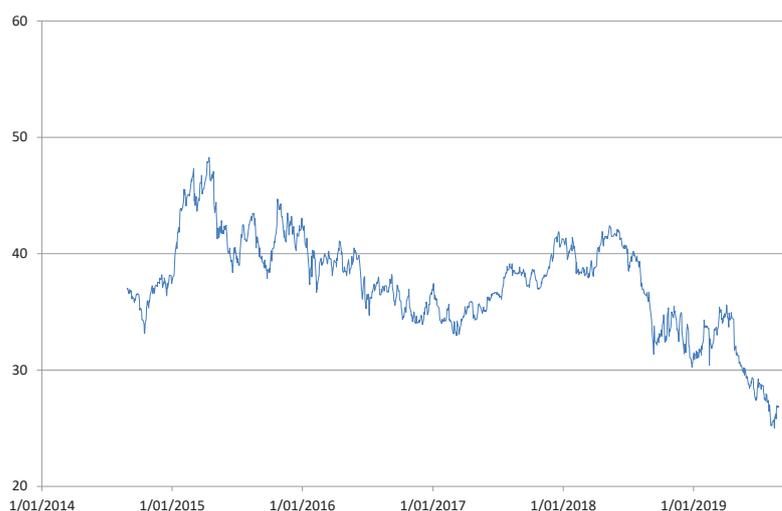
## KBC Groupe

€ 51,68\*

### Finances – Conserver

Malgré des conditions macroéconomiques difficiles, les résultats de KBC ont été relativement bons. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que les bénéfices nets augmentent de façon significative au cours de la période à venir en raison de la faiblesse persistante de la marge nette d'intérêts. Dans le secteur, KBC est l'une des banques les mieux capitalisées avec un rendement très élevé sur les fonds propres. Toutefois, dans les conditions macroéconomiques actuelles, nous éviterions ce secteur pour le moment, compte tenu du risque de baisse des taux d'intérêt et d'un éventuel ralentissement économique, qui pourraient tous deux avoir un impact négatif sur les bénéfices.

C'est pourquoi nous considérons actuellement l'entreprise uniquement comme une action de dividendes, bien qu'en tant qu'investisseur, vous payez toujours une prime d'environ 20% sur la valeur comptable de l'entreprise. Nous ajustons donc les zones d'achat à la baisse pour refléter le risque accru pour le secteur.



\* Date du cours : 27/08/2019  
Source : Dierickx Leys Private Bank

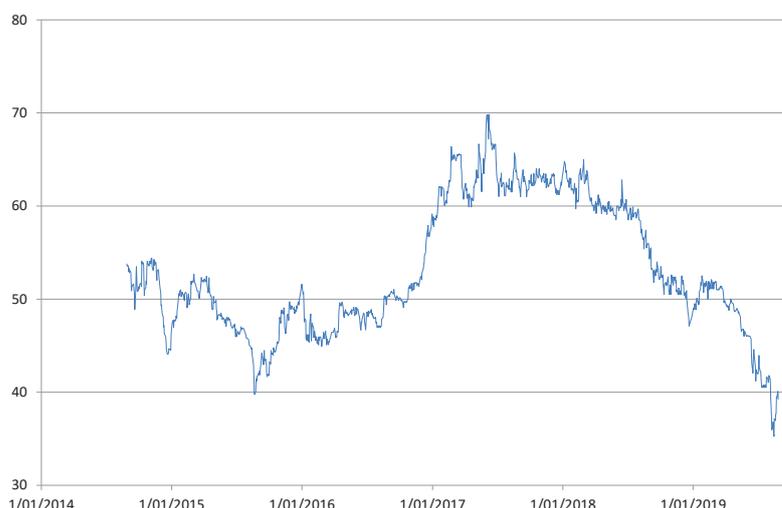
## Sipef

€ 39,1\*

### Matières premières – Vendre

Comme prévu, les résultats semestriels de Sipef n'étaient pas bons. L'entreprise doit faire face à des conditions climatiques extrêmes, d'une part, et au prix toujours bas de l'huile de palme, d'autre part. Nous ne voyons pas beaucoup d'éléments qui pourraient nous enthousiasmer pour l'instant et nous pensons que l'entreprise va encore sous-performer pendant un certain temps.

Aux cours actuels, nous constatons cependant un niveau nettement inférieur à la valeur comptable de l'entreprise, mais compte tenu de la faiblesse des perspectives, nous pensons que c'est justifié. Nous ajustons ici aussi les zones d'achat à la baisse pour tenir compte de la détérioration du profil de risque.



## Kinepolis

€ 51,7\*

### Divertissement – Conserver

Les résultats semestriels de Kinepolis étaient relativement bons. L'entreprise dispose d'un bon business model durable qui a été soutenu au deuxième trimestre par la première de quelques blockbusters, dont le dernier « Avengers ». Kinepolis a non seulement réussi à attirer davantage de visiteurs dans les salles, mais a également généré un bénéfice brut d'exploitation par visiteur plus élevé. L'un des inconvénients est le niveau d'endettement élevé de l'entreprise, ce qui rend le bilan quelque peu précaire.

D'autre part, l'entreprise peut compter sur une équipe de direction très compétente et des flux de trésorerie disponibles relativement prévisibles. Au cours actuel de l'action, nous ne recommandons plus l'achat de l'action, mais nous vous recommandons de la conserver.



Vous pouvez retrouver Kasteelplein Street Journal, The Markets! et Flash! sur notre site web [dierickxleys.be](http://dierickxleys.be) dans la rubrique « Magazine et bulletins d'information ».

**DIERICKX LEYS**  
P R I V A T E B A N K

\* Date du cours : 27/08/2019  
Source : Dierickx Leys Private Bank  
Éditeur responsable : Werner Wuyts  
Mise en page : JEdesign.be

Restez informé et suivez-nous sur

 [linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank](https://www.linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank)  
 [facebook.com/dierickxleys](https://www.facebook.com/dierickxleys)

« The Markets! » est une publication mensuelle de Dierickx Leys Private Bank SA. Kasteelpleinstraat 44-46, BE-2000 Anvers T +32 3 241 09 99. La rédaction est assurée par Willem De Meulenaer, Jonathan Mertens et Werner Wuyts. La reprise de cette publication est autorisée moyennant mention de la source. Les instruments de placement mentionnés dans cette publication ne conviennent pas à tous les investisseurs. Il faut tenir compte des objectifs, de la solidité financière, des connaissances, de l'expérience et des caractéristiques de risque de l'investisseur. La banque ne donne pas de conseils de placement personnels par ce biais. Vous trouverez de plus amples informations sur les méthodes de sélection et d'évaluation des titres susmentionnés ainsi que sur l'indépendance de leur examen sur [dierickxleys.be](http://dierickxleys.be), dans la rubrique sur les conseils en placement. Les résultats historiques et les prévisions mentionnés ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les recommandations mentionnées peuvent changer à l'avenir. Les montants en devises étrangères peuvent être soumis à des fluctuations