



Rendement

4^{ème} année | avril 2010 | n° 14

Weghsteen & Driège

Beursvennootschap - Société de bourse

L'effet papillon



L'effet papillon a été décrit pour la première fois par le mathématicien américain Edward Norton Lorenz voici 40 ans. Il s'agit ni plus ni moins d'une réaction en chaîne interminable en vertu de laquelle un événement anodin peut finalement se transformer en une véritable catastrophe. Lorenz a expliqué ce phénomène en prenant l'exemple du battement des ailes d'un papillon capable de déclencher un mécanisme pouvant conduire à un ouragan à l'autre bout de la terre. Cela peut sembler exagéré, mais les événements économiques de l'année écoulée sont l'illustration parfaite d'un tel effet papillon.

L'effet papillon

Que s'est-il passé ?

La politique de la Federal Reserve visant à maintenir des taux extrêmement faibles a donné l'opportunité aux banques de "fourguer" des prêts hypothécaires à de nombreuses personnes issues de groupes à risque. Le marché immobilier a alors connu une croissance exponentielle et les propos de banquiers affirmant que 'la valeur des maisons ne pouvait plus diminuer' ont contribué à l'apparition d'une bulle. Et l'on sait comment finissent les bulles... Si les gens n'étaient plus capables de rembourser leur maison, les banques, elles, les intégreraient alors dans leur portefeuille. Pour financer tout cela, le système financier a titrisé ces prêts ninja (No Income, No Jobs or Assets) douteux pour ensuite les intégrer dans des titres jouissant d'une meilleure crédibilité. Même si nous ne savons toujours pas précisément ce qui s'est passé au niveau des agences de notation, une chose est sûre, il ne faut pas avoir tous ses sens pour accorder le meilleur rating à des instruments au risque inhérent élevé.

Dans tous les cas, les taux planchers ont conduit à un afflux d'argent qui a provoqué un début de hausse de l'inflation et les banques centrales se sont finalement retrouvées le dos au mur pour relever les taux. Liés à un prêt à taux variable, de très nombreux "propriétaires" se sont alors retrouvés criblés de dettes. Les défauts de paiement sont devenus monnaie courante et la valeur

des prêts hypothécaires reconditionnés et éparpillés dans le monde a fortement chuté. Les banques ont dû acter ces instruments dans leurs comptes à la valeur du marché et se sont retrouvées contraintes de puiser profondément dans leurs fonds propres. La spirale négative de la baisse des prix immobiliers et de la hausse des taux a ensuite débouché, dans un second temps, sur une situation où de très nombreuses personnes se sont retrouvées confrontées à la difficulté de rembourser un emprunt dépassant alors très nettement la valeur de la maison qu'elles avaient achetée. Résultat : la baisse du prix des maisons a connu un nouveau coup d'accélérateur, tout comme les crédits toxiques. Les banques largement exposées à ces crédits toxiques ont alors totalement perdu le nord et les autorités du monde entier ont injecté des montagnes de capitaux dans des institutions qui, peu de temps avant, jouissaient encore d'une crédibilité aussi grande que la ponctualité de la SNCB (contradictio in terminis, NDLR). Conserver des liquidités sur le bilan était, pour de nombreuses banques, la seule option, même si de nombreuses banques centrales commençaient à orienter leur politique de taux vers les 0%. Les banques commencèrent à prêter moins aux ménages et aux sociétés, ce qui plongea l'économie réelle dans la tourmente. Du côté des économistes, ce fut alors à celui qui se montrerait le plus sombre et l'on assista à une véritable surenchère pour comparer tantôt la situation économique à une 'dépression', tantôt à un 'effondrement mondial' ou autre chose encore. Les autorités décidèrent une nouvelle fois de lancer divers plans de relance pour apporter une bouffée d'oxygène à l'économie. Résultat : elles risquent aujourd'hui de devenir la victime de la roulette russe. Et les autorités, c'est nous : le citoyen attentif ou pas, qui en fonction de l'endroit où il habite, doit passer à la caisse.

La Californie est en faillite, l'Irlande se torture pour ne pas être qualifiée de paria, l'Islande est toujours au bord de l'effondrement et les pays du Sud de l'Europe se sont vus affubler du peu flatteur qualificatif de 'problème des PIGS' (cochons en anglais ; Portugal, Italie, Grèce, Espagne/Spain). Ou comment le battement d'ailes d'un papillon peut, sous la forme de faibles taux et à travers une longue réaction en chaîne, se transformer en un abcès à même de déstabiliser le monde. L'ironie de tout cela est que nous avons renoué aujourd'hui avec des faibles taux.

Politique aveugle

Des dettes publiques élevées et une croissance modérée peuvent conduire à un scénario à la japonaise et encourager une déflation permanente. Nous n'en arriverons toutefois pas là car la dette publique du Japon est plus importante que dans le cas des exemples précités et la menace d'un vieillissement étouffant y est bien plus pressante que dans les économies occidentales. De plus, les "bourricots" ont produit beaucoup d'argent, ce qui limite le risque de déflation. Quoi qu'il en soit, une faible croissance économique ne peut certainement pas être écartée.

Cette situation présente toutefois aussi des avantages car moyennant un peu de courage, le supermarché financier pourrait dépoussiérer son image aujourd'hui ternie. Prenons l'exemple des swaps sur défaut de crédit (CDS). Ces instruments sont destinés à apporter une couverture contre les défauts de paiement, mais ont été utilisés abusivement par de vilains braconniers capitalistes pour pousser la Grèce dans le précipice. Ces spéculateurs ne détenaient pas d'emprunts grecs et n'avaient donc pas besoin de protection. L'éthique sera toujours foulée aux pieds avec un malin plaisir tant qu'il n'existera pas de cadre légal.

La conséquence de tout cela est que la Grèce doit aujourd'hui accorder des taux bien plus élevés pour lever des capitaux. De cette manière, nous risquons de tomber dans un capitalisme de casino et donnons les munitions aux esprits manichéens qui ne voient aucun avantage au système. Il est choquant que le monde politique - qui semble être peuplé uniquement de juristes - ne prête aucune attention aux différents pièges du monde financier et ait encore moins envie d'y remédier. À quand, enfin, une réglementation des Hedge Funds ? Aurait-on déjà oublié le cataclysme LTCM en 1998 ?



Soyez le plus critique possible

Aussi cynique que cela puisse également paraître, l'investisseur peut aussi profiter de ces excès. Le marché obligataire représente actuellement la plus grande bulle et il sera malaisé d'en trouver de jolis rendements. Quant à l'Europe, il lui sera difficile de laisser tomber la Grèce. En outre, une intervention du FMI est particulièrement sensible et nous pensons que la première option sera une recherche en interne d'une solution européenne.

Notre conseil : allez à contre-courant et osez enrichir votre portefeuille d'obligations gouvernementales grecques. La Grèce a certes de gros problèmes, mais beaucoup d'eau coulera encore dans la mer Égée avant qu'elle ne soit en situation de défaut de paiement. Une crise crée toujours des opportunités, il suffit de penser aux investisseurs courageux qui ont commencé à accumuler des actions voici un an. Oubliez donc un instant les articles de presse sensationnalistes sur les communistes qui, revêtus de sacs poubelles rouges, défilent dans les rues en chantant l'Internationale. Leurs inquiétudes sont compréhensibles et fondées, mais ils ne font rien d'autre, en réalité, que réclamer le maintien d'une situation excessive. Les autorités grecques n'ont toutefois pas le choix si elles ne veulent pas être qualifiées pendant des siècles de

parias de l'Europe. Ne faites par ailleurs pas de parallèle avec l'Islande car ce dernier pays a un système monétaire distinct et a surtout été miné par un secteur financier trop lourd.

Au moment d'écrire ces lignes - le 15 mars 2010 - certains indices flirtaient avec de nouveaux records après une pause d'un an et demi. Replaçons pourtant les choses dans la bonne perspective : nous devrons vraisemblablement attendre jusqu'en 2012 avant que l'économie ne recommence à tourner au régime qui était le sien avant la crise. D'où la question : les Bourses sont-elles chères ? Selon notre humble avis, non. Le tableau ci-après reprend les cours par rapport aux bénéfices attendus. Pour chaque indice, nous avons calculé le produit de la pondération et du rapport cours/bénéfice de chaque action dans le baromètre boursier respectif. Attention : pour 2011, nous ne pouvons pas encore prévoir la pondération, ce qui explique que nous avons utilisé, pour cette série, la pondération de 2010.

	P/E '10	P/E '11
BEL 20	14,39	12,74
AEX	13,15	10,81
CAC 40	13,02	11,04

Matthias Vandezande
Analyste financier

→ **Conseils actions**

13,88	8,78	13,88	8,78
7,55	13,88	7,55	13,88
49,65	20,88	49,65	20,88
36,38	34,64	36,38	34,64
1,24	13,65	1,24	13,65
25,40	36,87	25,40	36,87
22,30	36,04	22,30	36,04
7,81	7,81	7,81	7,81
99	12	99	12
57,65	3,03	57,65	3,03
21,52	3,30	21,52	3,30

Lafarge (54 euros)



Figurant parmi les plus grands cimentiers au monde, Lafarge a une image de marque aussi solide qu'une plaque de béton. La production de ciment, de granulats et de plaques de plâtre reste naturellement une activité cyclique. La construction d'utilités dans le monde est solidement ancrée dans les plans de relance nationaux mais le secteur immobilier résidentiel est en proie à de sérieuses difficultés après l'avalanche de mauvaises nouvelles qui a déferlé sur les consommateurs.

Investir dans Lafarge revient aussi à miser sur les marchés émergents. La société a ainsi acquis en 2008, Orascom Cement pour 8,8 milliards d'euros, faisant par la même occasion le pari de la croissance du secteur de la construction au Moyen-Orient. Aujourd'hui, 52 % du chiffre d'affaires sont réalisés dans ces pays où le potentiel de croissance s'annonce aussi comme le plus élevé à l'avenir. Si l'Europe centrale et de l'Est ont, comme l'Amérique latine, fortement souffert de la crise du bâtiment en 2009, l'Asie et le Moyen-Orient ont eux connu une forte progression. Cette année encore, les marchés de croissance détermineront l'ampleur du redressement, alors que l'Amérique du Nord et l'Europe de l'Ouest ne connaîtront de faibles éclaircies qu'à partir du deuxième semestre. Les prix devraient rester relativement stables alors que les volumes pourraient augmenter de 0 à 5 %. Une légère hausse des volumes pourrait toutefois avoir un effet de levier positif sur les bénéfices dans la mesure où le bilan se compose de pas moins de 42 % d'immobilisations corporelles.

Tous ces éléments positifs contrastent étonnamment avec le fait que l'action cote en réalité à peine au niveau de sa valeur comptable. L'explication dans ce cas est peut-être à chercher du côté de l'endettement accru suite à l'acquisition d'Orascom Cement mais cette dette pourrait être ramenée rapidement à l'épaisseur d'un tartare de bœuf grâce à l'effet-levier. A l'achat en dessous de 56 euros et à conserver pendant 2 ans.

Teva (60 dollars)



Le secteur pharmaceutique a vu ces dernières années plusieurs de ses roitelets fondre comme neige au soleil, la principale coupable dans ce cas étant, selon le secteur, la rapide ascension des médicaments génériques. Ce dernier secteur devrait peser 150 milliards de dollars en 2015 contre 75 en 2007. L'Israélien Teva fait partie du top 20 mondial des sociétés pharmaceutiques et est n°1 dans ce secteur des génériques. Sans engloutir trop d'argent dans la recherche, il parvient, en cas d'expiration du brevet d'un médicament, à soumettre rapidement une copie à l'approbation des autorités, une recette souvent simple pour une croissance garantie, les autorités nationales souhaitant réduire leur endettement en contenant la croissance des dépenses de soins de santé.

L'activité générique représente actuellement 70 % du chiffre d'affaires de Teva, le reste étant constitué par la division originale des médicaments de marque. Cette dernière génère toutefois la majeure partie des bénéfices dans la mesure où les médicaments génériques affichent des marges bien moins élevées. Parmi les médicaments de marque, le Copaxone,

contre la sclérose en plaques, est le roi incontesté. Naturellement, il y a ici aussi une menace d'expiration du brevet et le prédateur pourra se transformer en proie pour ses concurrents génériques à partir de 2014. La direction reste toutefois d'un calme olympien et invoque la complexité du brevet et les différents 'filings' introduits pour apporter des améliorations significatives au produit. Assez pour reporter la date des copies génériques de quelques années.

Pour le moins alléchant, l'objectif à long terme de la société semble en réalité déjà acquis. D'ici 2015, Teva vise une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 14,3 %, ce qui, sans une augmentation de capital digne de ce nom d'ici là, devrait correspondre à un bénéfice net par action de 7,45 dollars. Le montant sera sans aucun doute plus élevé car entre-temps les Israéliens ont fait savoir qu'ils comptaient acquérir le deuxième plus grand fabricant allemand de génériques, Ratiopharm, pour 5 milliards de dollars, soit 2,2 fois le chiffre d'affaires. La taille est indispensable pour pouvoir produire à faible coût dans le secteur des génériques et Teva l'a parfaitement compris. Nous nous attendons à ce que la prochaine acquisition de Teva soit destinée à renforcer sa division de médicaments de marque. A un cours de 60 dollars, Teva s'échange avec un rapport cours/bénéfice de 13,2 et est donc tout simplement sous-évaluée. A l'achat en dessous de 68 dollars et à conserver longtemps.

Cisco (26,50 dollars)



Cisco est actif dans les produits et services de réseau pour les secteurs des communications et de l'informatique. Ses principaux produits sont des routeurs utilisés pour connecter les réseaux entre eux et des switches permettant de raccorder différents appareils à un réseau. Cisco n'est pas le seul sur ce marché, ses principaux concurrents étant les dieux déchu Alcatel-Lucent et Motorola, la société chinoise à bas coûts Huawei et l'américain Avaya.

Cisco est, comme Apple, un innovateur pur-sang, mais contrairement à ce dernier, ses inventions sont davantage liées au monde des entreprises qu'à celui des consommateurs et sont donc moins visibles que les "jouets" de Steve Jobs. Mais l'innovation n'est pas tout. Il en faut plus. Le nec plus ultra est formé par le cash-flow libre que produit la société. Celui-ci s'élève en moyenne chaque année à dix milliards de dollars, ce qui permet à Cisco d'afficher actuellement 4 dollars nets par action en termes de liquidités sur son bilan. Non pas pour jouer aux rentiers, mais pour reprendre activement des sociétés et renforcer ainsi ses activités existantes.

Cisco vise, pour les cinq prochaines années, une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires comprise entre 12 et 17 %, avec des marges d'exploitation comprises entre 25 et 30 %. Si nous tenons compte des liquidités, la société affiche un rapport cours/bénéfice de 13,8 et un rapport valeur intrinsèque/cash-flow de 10,3. Soit juste trop peu pour une société saine disposant d'une avance technologique sur la concurrence. A l'achat jusqu'à 29 dollars.

CFE (41 euros)



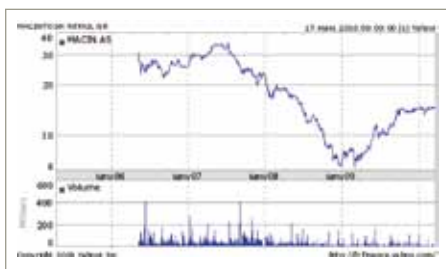
CFE est une société de construction belge détenue à 46,84 % par Vinci. Quelque 85 % du chiffre d'affaires consolidé sont répartis à parts égales entre les activités de construction et de dragage, le reste étant représenté par la division à croissance rapide baptisée 'multitechniques'. Cette dernière est constituée d'un ensemble de petites sociétés actives tant dans l'énergie verte que dans la signalisation ferroviaire. CFE est active dans le dragage à travers sa participation de 50 % dans la société belge DEME, un investissement clairement rentable puisque celle-ci génère à elle seule de 85 % bénéfice net consolidé.

Les activités de construction ont globalement continué à bien se comporter et ont limité les dégâts en 2009 avec une baisse du chiffre d'affaires de 7 %. La baisse du carnet de commandes (- 24 % en un an), provoquée principalement par la construction civile, indique que l'orage n'est pas encore totalement passé. L'activité de dragage a elle aussi connu une baisse du chiffre d'affaires de 7 % en 2009. Dans ce cas, la baisse du carnet de commandes reste toutefois limitée à 3 %, malgré l'annulation d'un mégaprojet d'un montant de près de 300 millions d'euros. La marge de cash-flow a même pu être légèrement améliorée.

Pour 2010, CFE vise une baisse limitée du chiffre d'affaires mais une stabilisation du résultat. Son concurrent au niveau du dragage, le Néerlandais Boskalis, estime que 2010 sera plus sombre, mais connaît il est vrai une baisse plus nette de son carnet de commandes. Il prévoit dans ce cas une baisse des volumes et du bénéfice.

Compte tenu du niveau de bénéfice de Boskalis, les activités de dragage de CFE pourraient porter la valorisation à 54 euros, ce qui impliquerait une sous-évaluation du cours actuel de 25 %, les autres activités étant du reste gratuites. Malgré le fait que le titre se soit très bien comporté ces dix-huit derniers mois, nous sommes toujours en présence d'un bijou sous-évalué. Cela ne nous étonnerait dès lors pas que les bons chiffres des premiers trimestres propulsent l'action vers les 60 euros. CFE reste à l'achat en dessous de 48 euros et peut être conservée au minimum deux ans.

Macintosh (15 euros)



Holding néerlandais possédant quelques 1.250 magasins répartis dans le Benelux, au Royaume-Uni et en France. Ses chaînes comprennent des magasins de décoration (Kwantum, GP Décors), de chaussures et de vêtements (Brantano, Scapino, Dolcis, Invito, PRO Sport), de téléphonie (BelCompany), de vélos et d'accessoires pour voitures (Halfords). Les activités de BelCompany en Belgique ont toutefois été vendues à la mi-juin 2009.

Un des principaux paramètres du succès de Macintosh est la confiance des consommateurs belges et néerlandais. Une confiance étroitement liée au redressement du marché du travail. Par prudence, nous estimons que le nombre d'emplois devrait à peine augmenter d'ici fin 2010 début 2011, même si de nombreuses sociétés d'intérim observent déjà une amélioration de la situation. Malgré le fait que nous ayons connu une crise mondiale, tant en termes de situation financière que de confiance des consommateurs, les dégâts en 2009 sont restés limités. Une baisse du chiffre d'affaires de 1,5 % à taux de change constants et un bénéfice net stable constituent un résultat plus qu'honorable, surtout lorsque l'on tient compte du fait que le cours se situe encore 58 % en dessous de son sommet de 2007. Cette stabilité du bénéfice net s'explique surtout par une baisse de la dette nette et, par conséquent, une diminution des charges financières de 8,4 millions d'euros. Le taux d'imposition a du reste lui aussi légèrement diminué.

Le marché de la décoration d'intérieur devrait encore connaître certaines difficultés en 2010, mais Macintosh entend surtout se concentrer sur ses magasins de chaussures et de vêtements pour forcer une hausse de son chiffre d'affaires et de ses marges. Malgré l'incertitude planant sur l'année 2010, la société maintient sa confiance dans l'avenir en doublant ses investissements par rapport à 2009.

A un cours de 15 euros, la société s'échange à un rapport cours/bénéfice de 9,7, à 1,5 fois la valeur comptable et à un rapport valeur intrinsèque/cash-flow de 6,1. Une action intéressante pour celui qui table sur un redressement des dépenses des consommateurs et souhaite intégrer une valeur clairement reconnaissable dans son portefeuille. La capitalisation boursière de Macintosh est limitée à 350 millions d'euros. A l'achat en dessous de 18 euros.



NOUVEAU!

Weghsteen & Driega ouvre un siège à Bruxelles

Afin de soutenir son expansion et de mieux servir sa clientèle de Bruxelles et du Brabant, notre société ouvre un siège à Bruxelles dès le début avril. Messieurs **Thibaut DAWANS** et **André MIRZAN** en assureront la gestion quotidienne.

Monsieur Thibaut Dawans a rejoint notre équipe en ce début d'année. Il exerce le métier de conseiller en placement depuis plus de 20 ans. Il a acquis une solide expérience en tant que responsable de sociétés du secteur financier belge et luxembourgeois.

Chargé de relation chez Weghsteen & Driega, monsieur André Mirzan est depuis plus de 20 ans au service d'une clientèle qu'il conseille avec soin.

Adresse du siège Avenue Lloyd George 7, 1000 Bruxelles

Pour de plus amples informations ou un contact personnalisé :

Thibaut DAWANS td@wegd.com - 02 669 07 41

André MIRZAN am@wegd.com - 02 669 07 42

Notre direction se réjouit de pouvoir compter sur leur engagement et connaissance professionnelle au service de notre clientèle.




High Yield

'Dogs of Belgium' existe aujourd'hui depuis 1 an. Ce portefeuille-modèle 'high yield' a été composé spécialement pour les investisseurs recherchant la sécurité de dividendes importants, mais accordant aussi de l'importance à une plus-value potentielle.

Ce produit s'adresse à ceux qui souhaitent malgré tout prendre ce petit soupçon de risque en plus par rapport à un portefeuille obligataire, avec pour résultat l'obtention d'un rendement supérieur.

La formule est simple. Nous sélectionnons chaque année les 10 sociétés de la Bourse belge distribuant les dividendes les plus importants, en respectant toutefois les conditions suivantes : les actions doivent être suffisamment liquides pour garantir une négociabilité aisée et nous n'investissons pas plus de 30 % dans un même secteur.

Cette année, le rendement moyen s'élèvera environ à 7 %, auxquels il conviendra encore d'ajouter la possibilité d'un accroissement supplémentaire du capital. Il va de soi qu'il s'agit d'un portefeuille composé exclusivement d'actions et qu'il n'y a donc aucune garantie de capital. Toutefois, les sociétés payant des dividendes élevés sont aussi souvent issues de secteurs plus sûrs ou plus défensifs et disposent généralement de cash-flows suffisamment élevés. Les actions restent naturellement tributaires du contexte économique, mais le pourcentage de baisse des actions choisies pendant une crise économique est moins prononcé que dans le cadre d'un simple portefeuille de gestion. A l'inverse, la hausse est plus limitée en période économique favorable en raison de la répartition sectorielle plus défensive.



Nos clients ayant souscrit dès le mois d'avril l'année dernière peuvent aujourd'hui se réjouir d'un rendement de 25 à 30 %, dividendes compris.

Les personnes intéressées par ce portefeuille peuvent prendre contact avec leur chargé de relation personnel ou appeler notre bureau de Bruges au 050/33.33.61, notre bureau de Gand au 09/265.71.40 ou notre bureau de Bruxelles au 02/669.07.41.

In memoriam **Monsieur Michel Driège**

C'est de façon inopinée que Monsieur Michel Driège nous a quitté le 17 février dernier à l'âge de 62 ans.

Agent de change, il succéda à son père à la tête de Driège & Co à partir des années '70, puis participa à la direction de la société de bourse Weghsteen & Driège suite à la fusion des deux entités en 1996.

Son expertise professionnelle et son engagement basé sur des normes strictes de service à la clientèle en faisait un conseiller fort apprécié dans la région gantoise.

Au cours de l'année passée, monsieur Driège entama, ensemble avec la direction de Weghsteen & Driège S.A., les préparatifs de sa succession et introduisit ainsi monsieur Bart Allewaert auprès de la clientèle de Gand. Appuyé par la confiance que M. Driège lui portait, ce dernier s'est vu ainsi confier la responsabilité du siège de Gand.

A la famille de M. Michel Driège et à ses proches nous réitérons nos très sincères condoléances.



Weghsteen & Driège

Beursvennootschap - Société de bourse

Siège Social:

Oude Burg 6, 8000 Brugge

T +32 (0) 50 33 33 61 | F +32 (0) 50 34 16 30

Bureau:

Sint-Baafsplein 12, 9000 Gent

T +32 (0) 9 265 71 40 | F +32 (0) 9 223 09 07

www.wegd.com | info@wegd.com

La reproduction intégrale ou partielle de cette publication ne pourra se faire que moyennant l'accord explicite de la rédaction. Malgré tout le soin apporté à ce numéro, la rédaction ne pourra être tenue responsable d'éventuelles inexactitudes ou lacunes contenues dans les textes de cette lettre d'information. Vous avez des questions à propos d'un ou de plusieurs articles, appelez alors le 050/33 33 61.

Ed. Resp. Vincent Weghsteen, Oude Burg 6 à 8000 Brugge

Réalisation: mindsetting.be