



La saison des résultats met les actions belges sous pression

La saison des résultats semestriels à la Bourse de Bruxelles n'est pas un grand cru. L'industrie, en particulier, a dû lever le pied. Ceux qui déçoivent le payent cash. Et pour ceux qui dépassent les attentes, la reconnaissance n'est pas à la hauteur de leurs efforts.

SERGE MAMPAEY

A l'approche de la fin de la saison des résultats semestriels des entreprises belges cotées, nous pouvons déjà faire le point sur la santé de nos entreprises. Commençons par la bonne nouvelle: la plupart des entreprises résistent bien, même si elles doivent s'adapter à un environnement de taux d'intérêt élevés, de fortes augmentations salariales et de ralentissement économique. Beaucoup s'en sortent en coupant dans les coûts, en améliorant la productivité ou en réduisant les investissements.

Maintenant, les mauvaises nouvelles: tout d'abord, les prévisions pour le second semestre sont souvent moroses. Le baromètre de l'économie annonce des turbulences. L'Allemagne s'essouffle et l'économie américaine ralentit. La Chine est au point mort, ce qui pèse notamment sur les résultats de Barco et d'Agfa, pour qui la Chine est un marché important.

Ensuite, la persistance de l'inflation a transformé les cocktails de l'été en vinaigre. Dans la zone euro, les prix se situent encore 5,3% au-dessus de ceux de l'an dernier. La crainte que les banques centrales n'en aient pas fini de relever leurs taux d'intérêt pour limiter la hausse des prix pèse sur le moral des entrepreneurs et des citoyens.

À cause de ce climat morose sur les bourses et de la hausse des taux, les actions ne sont pas populaires. En temps normal, les cours des entreprises qui font mieux que les estimations bondissent. Ce n'est pas le cas cette fois-ci. Sur Wall Street, près de huit entreprises sur dix ont fait mieux que les attentes, mais les cours n'ont monté que de 0,1% après l'annonce des résultats. Sur Euronext Bruxelles également, les entreprises comme Deceuninck, KBC ou Jensen n'ont pas été récompensées malgré leurs excellents résultats.

D'un autre côté, les sociétés qui font moins bien que les attentes prennent des coups. Le meilleur exemple est Amsterdam, où la société de paiements Adyen a perdu 50% de sa valeur. À Bruxelles, les actions Roularta, Azelis, IBA et Barco ont plongé, cédant de 10 à 25%.

«Pricing power»

Si nous examinons les entreprises individuellement, nous constatons que les dommages subis par la plus grande action de la Bourse de Bruxelles, AB InBev, ne sont pas trop graves. À cause du boycott de la Bud Light par l'Amérique conservatrice après une publicité montrant une actrice transgenre, les volumes se sont effondrés de 14% en Amérique du Nord. «Dans ce contexte, la baisse des volumes de 1,4% pour l'ensemble du groupe peut être considérée comme un résultat respectable», réagit Reginald Watson, analyste chez ING. «En outre, le groupe brassicole a réussi, grâce à des hausses de prix et via l'amélioration de son efficacité, à augmenter de

5% son bénéfice brut d'exploitation (ebitda, NDLR). Les estimations pour l'ensemble de l'année - à savoir une augmentation de l'ebitda de 4 à 8% - sont maintenues.»

Sur le plan de l'endettement, le groupe progresse, avec une baisse de 3,86 à 3,7 fois l'ebitda sur base annuelle. En 2020, il se situait encore à 4,8.

Dans le secteur de l'alimentation et des boissons, toujours, le taux d'endettement de Lotus Bakeries est beaucoup plus sain (une fois l'ebitda). Moins une entreprise paie d'intérêts, plus elle conserve de moyens pour investir ou payer un dividende. Lotus se porte bien, comme en témoigne le spéculoso Biscoff, pour la première fois présent dans 5% des cuisines américaines. Le problème: à 49 fois les bénéfices, l'action est très chère.

Vantons encore dans ce secteur les mérites de What's Cooking?, le fabricant de plats Come a Casa, qui a finalement réussi à répercuter sur les clients la hausse des coûts, notamment de la viande et des tomates. Après la folle et rapide explosion des coûts en 2022, d'autres entreprises ont réussi à rehausser leurs marges en modifiant leurs prix et en gérant les coûts. Spadel a doublé ses bénéfices. Ontex a plus que doublé son ebitda et obtient la médaille d'or dans la catégorie des actions ressuscitées. «Les restructurations portent leurs fruits. Et, avec le ralentissement de la hausse des prix des matières premières, l'avenir ne s'annonce pas trop mauvais», estime Kristoff Van Houte de Kroffinvest.

Le cash rentable

Chez argenx, le deuxième plus gros acteur de la Bourse de Bruxelles, le chiffre d'affaires trimestriel du Vyvgart a été meilleur qu'attendu. Les ventes de ce médicament contre la sclérose en plaques - une maladie qui touche les muscles - pourraient dépasser 1 milliard de dollars pour l'ensemble de l'année, ce qui lui donnerait le statut de «blockbuster». Argenx a également annoncé d'excellents résultats de recherche avec le même Vyvgart, cette fois contre la maladie

PIDC (trouble neurologique). La biotech a profité de l'enthousiasme général pour lever 1,3 milliard de dollars et disposerait aujourd'hui d'un trésor de guerre de 3,3 milliards de dollars de liquidités.

Le cash est à nouveau rentable. Grâce à 33 millions de revenus d'intérêts sur ses 3,9 milliards d'euros de liquidités, Galapagos a réussi à sortir du rouge, même si les ventes du médicament contre l'arthrite rhumatoïde - le Jyseleca - déçoivent. La capitalisation boursière - 2,1 milliards d'euros - est inférieure au montant du tiroir-caisse.

Le Vyvgart est concurrencé par le Rystiggo d'UCB, qui a reçu l'agrément de l'autorité de contrôle des médicaments américaine, la FDA. UCB a besoin de tous les soutiens. L'entreprise fait face à l'arrivée à échéance de plusieurs

brevets alors que les nouveaux médicaments n'ont pas encore atteint leur vitesse de croisière. «Malgré tout, à 31%, la marge bénéficiaire est supérieure aux attentes», souligne Jeroen Van den Bossche de KBC Securities. UCB met ses actionnaires à l'épreuve: le fait que l'entreprise n'ait pas revu ses estimations de résultats à la hausse après un excellent premier semestre suscite l'inquiétude. En outre, le groupe attend toujours l'approbation du Bimzels, un

médicament contre le psoriasis, par les autorités américaines. Le feu vert devrait être donné dans le courant du troisième trimestre après de nombreux reports.

Dans le secteur des soins de santé, le champion se nomme Fagron. Aux États-Unis, le fournisseur d'ingrédients pour les pharmacies affiche une croissance impressionnante.

Le numéro trois à Bruxelles, KBC, a fait le plongeon en bourse. «Les résultats sont pourtant au rendez-vous, avec un bénéfice net supérieur aux attentes, une marge d'intérêt nette confortable et un ratio de capitaux Tier 1 de 16,5%, supérieur aux normes. Ces résultats permettent à l'entreprise de distribuer un acompte sur dividende de 1 euro par action et de racheter des actions à concurrence de 13 milliard d'euros», résume Pierre Huylenbroeck de Mister Market Magazine. «KBC mérite les applaudissements, mais les investisseurs boudent cette action bon marché.» L'exigence de la Banque centrale européenne de renforcer les fonds propres pondérés en fonction du risque est perçue comme un bémol et pourrait à l'avenir faire crachoter le moteur des bénéfices. Ageas enregistre également d'excellents

résultats d'exploitation. Les primes encaissées sont supérieures aux sorties étant donné que l'Europe a connu moins de tempêtes au printemps dernier. Mais l'importante exposition du groupe à la Chine comporte un risque politique. Pékin a décidé que les assureurs devaient reporter le paiement du dividende au second semestre, ce qui a provoqué la nervosité des investisseurs.

La médaille d'or

La médaille d'or de la meilleure surprise revient à EVS. Ce spécialiste en équipements d'images en «live» a revu ses estimations à la hausse pour la seconde fois depuis le début de l'année. L'entreprise peut de plus en plus compter sur des revenus récurrents en tant que fournisseur de chaînes de télévision et est moins dépendante des grands événements sportifs. Son pipe-line est bien fourni: à la mi-septembre, EVS devrait présenter de nouvelles applications logicielles, développées notamment pour un client représentant des revenus de 50 millions de dollars. Selon certaines rumeurs, il pourrait s'agir d'Apple.

«À 6,2 fois le cash-flow et 12 fois le bénéfice pour 2023, EVS est une excellente affaire et une



cible idéale pour un candidat-repreneur», estime Bart Goemaere de TuyauxBourse.

Toujours dans le secteur technologique, Melexis a d'abord progressé après avoir rehaussé ses estimations de bénéfices, mais a ensuite dû céder du terrain. Pour financer l'avance de 189 millions d'euros consentie à sa société sœur X-Fab, Melexis a emprunté 135 millions d'euros à un taux de 5%, ce qui n'est pas rien. L'action ne se négocie plus avec une prime par rapport au secteur.

En raison de l'absence de reprise en Chine, sur laquelle le groupe de projection d'images avait beaucoup misé, les résultats de Barco sont inférieurs aux attentes.

En outre, son co-CEO Charles Beaudouin a dû démissionner pour raisons de santé, ce qui a inquiété les investisseurs. Il a cependant profité du recul du cours pour acheter pour 1,3 million d'euros d'actions supplémentaires.

«Le cours de Barco est revenu à un niveau intéressant pour les acheteurs», estime Geert Smet de L'Investisseur. «Le deuxième semestre devrait être encore plus difficile, mais, avec 203 millions d'euros de cash, l'entreprise est en

bonne santé et peut encore réaliser des acquisitions. Les perspectives pour 2024 s'annoncent meilleures.»

L'industrie mal en point

Le plus important recul s'est produit dans l'industrie de base, qui constitue un des premiers baromètres de l'économie. Le distributeur de produits chimiques Azelis a beaucoup déçu, un signe que la demande de produits chimiques de base destinés à la production est en baisse. «Hors acquisitions, le chiffre d'affaires trimestriel recule de 4,8%», explique Luuk van Beek de Degroof Petercam. «Le bénéfice net plonge de 21% à cause de la hausse de l'endettement du groupe et de la hausse de la charge d'intérêts. Un point à surveiller de près.»

Après l'annonce de ses résultats, Solvay a perdu 6%. Les chiffres sont solides, mais les estimations pour le reste de l'année déçoivent. Le groupe chimique maintient ses estimations, mais à taux de change constants et non plus variables. «Cela équivaut à un avertissement sur résultats», conclut la banque UBS. «Cela implique un bénéfice d'exploitation entre 2,9 et 3,1 milliards d'euros au lieu des 3,1 à 3,3 milliards estimés auparavant.»

Solvay constate une baisse des commandes. Sa patronne Ilham Kadri a cependant confirmé sa réputation de «reine du cash-flow». Ce dernier continue à augmenter, ce qui a permis de réduire les dettes de plus de 500 millions d'euros. Le taux d'endettement a baissé à moins d'une fois l'ebitda. Un coup de pouce bienvenu pour le groupe scindé en deux.

Aperam montre lui aussi que l'industrie est en train de ralentir. Le fabricant d'inox a du mal à réduire sa cyclicité en se concentrant davantage sur le recyclage et les alliages. Quoiqu'il fasse, le groupe ne réussira pas à se débarrasser de son caractère cyclique en un coup de baguette magique: la demande d'acier inoxydable est en fort recul, en particulier dans le secteur de la construction, qui souffre beaucoup de la hausse des taux. Vu que la concurrence reste féroce, le prix de l'inox a chuté de 18%. Le bénéfice net d'Aperam a baissé de 75%. Ce trimestre-ci devrait être encore pire, prévient l'entreprise.

Même scénario dans le secteur des métaux, où Umicore a plongé plus de 50%. Le bénéfice recule de 28% à cause de la baisse des prix des métaux précieux dans la branche recyclage. Les

matériaux pour batteries ont également déçu. À partir de 2024, ils seront sortis de la branche «Energy & Surface Technologies» et placés dans une division distincte. Seuls les catalyseurs destinés à réduire les émissions des moteurs thermiques fonctionnent encore comme une vache à lait. Mais, au vu de l'électrification du parc automobile, ce n'est pas une activité d'avenir.»

La construction à la peine

Dans le secteur de la construction, les carnets de commandes fondent comme neige au soleil. Le groupe CFE et les fabricants de matériaux de construction Recticel et Decuninck ont vu leurs commandes chuter fortement.

Agfa-Gevaert déçoit, elle aussi. «Avec des ventes stables, mais des coûts en hausse, Agfa montre qu'elle ne dispose pas d'une forte capacité de fixation des prix et qu'elle est incapable de lutter contre l'inflation», résumement les analystes de Kepler Cheuvreux. «Agfa ne réussit pas à endiguer ses dépenses. Sa trésorerie nette s'est transformée en dette. Si cette situation perdure, l'entreprise pourrait se retrouver en difficulté.»

Chez Bekaert, où le patron Oswald Schmid a présenté d'excellents résultats, la situation est tout autre: comme annoncé, les résultats sont un peu inférieurs à l'an dernier, mais supérieurs aux attentes. Schmid a réussi à réduire l'endettement à 0,8 fois l'ebitda malgré la poursuite des rachats d'actions.

Dans la catégorie des champions, on trouve la petite entreprise Jensen. «Grâce à une hausse de 21% de son chiffre d'affaires, le groupe a battu un record, augmentant au passage sa marge bénéficiaire à 11,9%», explique Guy Sips de KBC Securities. «Nous saluons également la reprise du programme de rachat d'actions.»

Les taux de fret élevés ont quant à eux permis à Euronav de réaliser un trimestre record grâce à la forte demande et à l'offre limitée de tankers. «Vu qu'il faut environ 30 mois pour construire un navire, le cycle s'annonce positif à long terme. Nous nous attendons à un rendement du dividende de 15% pour l'exercice 2023», a déclaré Quirijn Mulder d'ING pour justifier sa recommandation d'achat.

De son côté, le groupe de médias Roularta a énormément déçu. Les entreprises rechignent à placer des publicités, les coûts ont fortement augmenté et la hausse du coût de la vie décourage les lecteurs de s'abonner. Le résultat final s'est retrouvé dans le rouge.

L'immo sur la sellette

Dans le secteur immobilier, tous les yeux sont rivés sur le taux d'endettement. Les groupes les plus fortement endettés voient leurs cours s'effondrer. C'est le cas d'Atenor, le promoteur le plus en difficulté. Nous avons converti les chiffres par action pour montrer à quel point la situation est désastreuse: la perte nette de 8 euros – à cause du doublement de la charge d'intérêts et d'importantes réductions de valeur – a fait fondre les fonds propres à 31,18 euros. S'y ajoute une dette de 127 euros par action. Atenor n'a aujourd'hui pas d'autre choix que de supplier ses actionnaires de mettre la main au portefeuille.

Pour de nombreux acteurs du secteur immobilier, le taux d'endettement augmente au moment où ils doivent acter des réductions de valeur sur leurs immeubles et où ils voient leur valeur intrinsèque s'effriter. La charge d'intérêts augmente. Les résultats de la plupart des SIR (Sociétés immobilières réglementées) sont cependant raisonnablement bons. Montea, Ascensio et Inclusio ont notamment publié

d'excellents résultats et prévisions de dividendes. La combinaison entre implosion des cours de bourse et maintien de revenus locatifs solides a fait bondir le rendement moyen du dividende des SIR à 7,35%.

Enfin, les holdings sortent, eux aussi, d'un mauvais premier semestre. Tant GBL que Sofina n'ont pas vu leur valeur intrinsèque augmenter, faisant ainsi moins bien que les indices boursiers. Chez GBL, le bénéfice par action augmente cependant légèrement, car le holding rachète en masse ses propres actions.

En résumé, la dernière saison des résultats en Belgique est à oublier, même si de nombreuses entreprises ont réussi à compenser la hausse des coûts et à faire face au ralentissement de l'économie. En outre, les cours des actions ont suivi: le Belgian All Share Index se situe à 9 fois les bénéfices et affiche un rendement du dividende de 4,5%. Le marché bruxellois est donc 25% meilleur marché que la moyenne européenne et 50% moins cher que Wall Street. Ceux qui cherchent de bonnes affaires ne doivent donc pas aller bien loin.

3,3 milliards \$

Argenx disposerait aujourd'hui d'un trésor de guerre de 3,3 milliards de dollars de liquidités.

«Le bénéfice net plonge de 21% à cause de la hausse de l'endettement d'Azelis et de la hausse de la charge d'intérêts. Un point à surveiller de près.»

LUUK VAN BEEK
ANALYSTE CHEZ DEGROOF
PETERCAM



► 2 septembre 2023 - N°NC

RÉSULTATS SEMESTRIELS DES PRINCIPALES SOCIÉTÉS COTÉES À BRUXELLES

	Chiffre d'affaires semestriel (en millions €)	Évolution du chiffre d'affaires (en %)	Ebitda semestriel*** (en millions €)	Évolution du bénéfice brut (en %)	Bénéfice net semestriel (en millions €)	Évolution du bénéfice net (en %)
Kinepolis	285	25	82	20	21	129
Barco	521	10	65	41	33	49
KBC	5.835	16	N/A	N/A	1.848	38
EVS	87	29	25	59	21	37
AB InBev*	26.778	5	8.733	-1	1.805	17
Lotus Bakeries	501	20	96	16	59	16
Melexis	237	14	79	14	52	9
Solvay	6.254	-4	1.629	-3	886	6
Elia	1.889	-3	606	11	163	3
Euronav*	636	162	468	344	312	De la perte au bénéfice
Galapagos	329	20	11	-112	28	De la perte au bénéfice
GBL**	368	1	N/A	N/A	450	De la perte au bénéfice
Umicore	10.012	-20	519	-6	233	-11
Ageas	N/A	N/A	599	-17	531	-16
Econocom	1.337	4	38	-22	26	-20
UCB	2.589	-11	801	-2	311	-22
Proximus	2.982	5	879	-4	188	-23
Azelis	2.141	6	279	9	109	-23
DEME	1.475	14	222	16	30	-24
Bekaert	2.318	-8	317	-7	177	-30
Bpost	2.076	0	294	-6	89	-31
Ackermans & van Haaren	N/A	N/A	150	-4	171	-39
Tessenderlo	1.627	21	205	-17	83	-49
Aperam	3.578	-24	230	-68	175	-65
ArgenX*	445	406	-188	-48	-113	-72
Aedifica	155	18	110	29	57	-76
VGP	328	17	57	-70	35	-77
Cofinimmo	166	6	135	7	27	-92
WDP	163	15	156	12	30	-94
Agfa-Gevaert	557	4	27	13	-81	nvt

* Converti en euros ** Revenus en cash plutôt que chiffre d'affaires *** Ou autre mesure de bénéfice d'exploitation si relevant, n'est pas pertinent.

«À 6,2 fois le cash-flow et 12 fois le bénéfice pour 2023, EVS est une excellente affaire et une cible idéale pour un candidat-repreneur.»

BART GOEMAERE
TUYAUXBOURSE

