

Edito

Jamais le monde boursier n'aura connu autant d'annonces d'OPA, de rapprochements ou de fusions sur de grandes capitalisations que durant ce mois de février 2006. Tout a commencé par l'annonce par le groupe indien Mittal Steel de son intention de lancer une OPA sur le groupe sidérurgique européen Arcelor, lui-même issu de la fusion du Luxembourgeois Arbed, du Belgo-Français Usinor et de l'Espagnol Aceralia. La réponse du groupe dirigé par Guy Dollé ne s'est pas fait attendre. Une des méthodes envisagées pour contrecarrer les plans de Mittal est de racheter l'américain US Steel, ce qui créerait, dans le cas d'une OPA de Mittal sur Arcelor, une position dominante sur le marché américain qui ne serait pas acceptée par les autorités de la concurrence américaine ... Une chose est en tout cas sûre : c'est le marché qui tranchera, et ce nonobstant les déclarations des gouvernements français, belge et luxembourgeois.

Quelques jours plus tard, c'est le groupe allemand de production d'électricité, E.On, qui se jettait sur son homologue espagnol, Endesa, en annonçant une OPA sur le titre. L'accueil du gouvernement espagnol n'a pas été ici non plus très chaleureux. L'actionnaire de référence d'Endesa, le premier groupe gazier espagnol, Gaz Natural (30% du capital), prépare actuellement sa contre-attaque. Et une surprise ne venant jamais seule, le groupe italien de production d'électricité, Enel, a déjà proposé son aide à Gaz Natural dans sa contre-attaque face à E.On.

Et ce n'est pas fini. Actif sur les différents fronts européens, le même groupe italien de production d'électricité, Enel, a déclaré en fin de mois son intérêt pour Electrabel, désormais filiale depuis la fin de l'année dernière du groupe français Suez. Il n'en fallait pas plus

pour décider le gouvernement français à lancer une fusion entre Gaz de France et Suez afin de contrer l'action du groupe italien, créant de ce fait des problèmes de position dominante sur le marché belge du gaz ... Si elle arrive à son terme, cette fusion d'environ 66 milliards d'euros créera un des leaders européens de l'énergie.

Il semble donc bien que le mouvement de concentration, tant au niveau européen qu'au niveau mondial, continue de plus bel. Nous avons dès lors recherché les sociétés qui seraient susceptibles, dans les prochains mois, d'être à leur tour la cible d'une OPA. Parmi les différents secteurs que nous avons analysés, il semble bien que certaines banques italiennes soient en première ligne pour d'éventuelles opérations. Nous vous proposons dans cette revue mensuelle d'en analyser deux, à savoir la Banca Popolare Italiana et la Banca Popolare di Verona e Navara.

Dans ces marchés en perpétuelle mutation, nos soixante chargés de clientèle se tiennent à votre entière disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h pour vous fournir de plus amples informations sur ces différentes opérations. Connectés à plus de 25 marchés boursiers en temps réel, dont bien entendu Euronext, mais également la bourse de Madrid, la bourse de Milan, la bourse de Luxembourg ou la bourse de Frankfurt, nos chargés de clientèle peuvent transmettre en quelques secondes vos ordres pour votre compte sur les différentes places financières. N'hésitez pas à faire appel à leur expertise.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de notre Conseil d'administration, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Brantano	6
	Analyse de BPI	7
	Analyse de BPVN	8
	Analyse de Solvay	9
	Gestion de Fortune	10

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	465,21	+3,27% ⁽¹⁾	+6,51% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	3.914,54	+4,54% ⁽¹⁾	+10,29% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	5.054,75	+2,16% ⁽¹⁾	+7,20% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	5.867,20	+3,40% ⁽¹⁾	+8,49% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	5.858,60	+1,71% ⁽¹⁾	+4,27% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	7.961,85	+1,93% ⁽¹⁾	+4,98% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.514,31	+1,98% ⁽¹⁾	+4,93% ⁽²⁾
DJII (USA)	11.069,22	+1,88% ⁽¹⁾	+3,28% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	2.279,32	-1,15% ⁽¹⁾	+3,36% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	11.738,55	-1,73% ⁽¹⁾	+4,14% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	16.101,91	-3,29% ⁽¹⁾	-0,06% ⁽²⁾
MSCI World	1.311,66	-0,12% ⁽¹⁾	+4,28% ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2005

Devises

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.8

Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,84 +2,14%⁽¹⁾ -0,39%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,47 +0,43%⁽¹⁾ +1,09%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,72 +2,47%⁽¹⁾ +0,39%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,22%⁽¹⁾ -0,85%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 +0,04%⁽¹⁾ -0,02%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,64 -0,44%⁽¹⁾ -0,27%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,62 -0,16%⁽¹⁾ +0,69%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,73 +0,88%⁽¹⁾ +0,30%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,53 +0,13%⁽¹⁾ +2,62%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 -1,02%⁽¹⁾ +2,05%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -0,18%⁽¹⁾ +0,01%⁽²⁾

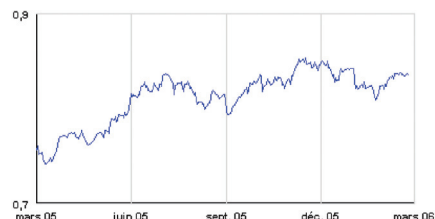
SEK/EUR (Suède)

0,11 -2,10%⁽¹⁾ -0,12%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
- (2) Différence au 31/12/2005
- (3) Cotation pour 100
- (4) Fluctuation de 2,25 % par rapport à l'Euro

USD/EUR

Nonobstant les dernières hausses des taux d'intérêt américains, les opérateurs s'attendent à de nouvelles augmentations des taux à court terme. Le cours du dollar américain s'en sort renforcé.



GBP/EUR

La Banque centrale britannique observe le comportement du marché des biens immobiliers, convalescent après une année à marquer d'une pierre noire, avant d'éventuellement relever le loyer de l'argent. La forte corrélation entre les dépenses des ménages et le marché immobilier confère à ce dernier une valeur prédictive intéressante pour la croissance future de l'économie britannique.



CHF/EUR

L'économie helvétique est de plus en plus intégrée au sein de l'Union Européenne. Très logiquement, le franc suisse traduit cette intégration de plus en plus poussée par une forte stabilité vis-à-vis de l'Euro.



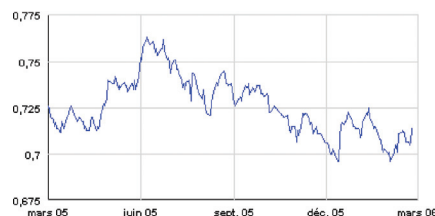
NOK/EUR

La couronne norvégienne se stabilise depuis quelques semaines dans une bande étroite.



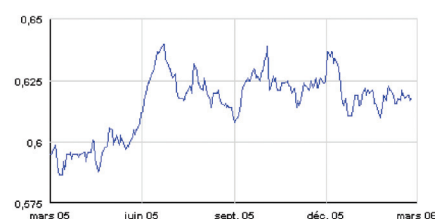
JPY/EUR

La Banque Centrale Japonaise est-elle sur le point d'augmenter ses taux d'intérêt ? Le marché semble en tout cas y croire et le yen a pu profiter de cette spéculation.



AUD/EUR

Le mouvement de hausse des prix des matières premières s'est poursuivi durant le mois de février 2006. C'est une excellente chose pour l'économie australienne qui voit, très logiquement, sa devise soutenue par ce mouvement.



Euro-Obligations

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Si, comme attendu, la Banque Centrale Européenne a décidé de ne pas modifier son taux directeur lors de sa réunion du 2 février dernier, elle devrait, si l'on en croit les attentes du marché, relever d'un quart de point, à 2,50%, le loyer de l'argent lors de sa prochaine réunion, le 2 mars.

Aux Etats-Unis, pour sa dernière séance, Alan Greenspan a poursuivi son action de resserrement monétaire entamée le 30 juin 2004, en relevant une nouvelle fois le taux directeur d'un quart de point, à 4,50%. L'arrivée de Ben Bernanke à la tête de la Réserve fédérale américaine ne devrait pas bouleverser cette tendance, puisque le marché anticipe un nouveau tour de vis de même ampleur lors du prochain comité, le 28 mars.

Les marchés obligataires ont été particulièrement calmes durant le mois

écoulé. Les taux à dix ans ont à peine bougé en euro et en dollar. Ils s'élèvent dorénavant à 3,48% et 4,55% respectivement (contre 3,48% et 4,51% il y a un mois). Comme nous l'écrivions déjà le mois passé, les taux longs semblent voués à naviguer dans un "trading range" relativement étroit. A noter qu'avec la hausse des taux courts, la courbe des taux est maintenant complètement plate aux Etats-Unis, alors qu'elle s'aplatit lentement en Europe.

N'hésitez pas à consulter notre liste d'euro-obligations remise à jour en temps réel sur notre site internet www.lelux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous est proposée à titre exclusivement indicatif. Elle a été effectuée par nos soins et est sujette à changements.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,4660% +8,10 ⁽¹⁾ +30,20 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,4880% +5,60 ⁽¹⁾ -19,50 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

4,5820% +16,40 ⁽¹⁾ +236,00 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,5590% +8,40 ⁽¹⁾ +33,70 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2005 en points de base

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	LW Rentenbank	3,000%	31/01/2008	100,95	2,49%	Aaa	01/03
EUR	Aust. & NZ Bank	3,375%	01/03/2011	100,50	3,27%	Aa3	01/03
NOK	Eksportfinans	3,250%	09/03/2009	100,90	2,94%	Aaa	09/03
NOK	Kommunalbanken	3,500%	01/03/2011	100,60	3,37%	Aaa	01/03
HUF	Council of Europe	6,000%	27/03/2009	99,65	6,12%	Aaa	27/03
HUF	E.I.B.	5,500%	01/03/2011	97,27	6,15%	Aaa	01/03
TRY	NR.W.	12,250%	08/03/2007	100,95	11,20%	Aa2	08/03
ISK	Eksportfinans	8,250%	14/03/2008	101,20	7,59%	Aaa	14/03
USD	LW Rentenbank	5,000%	15/02/2013	100,88	4,85%	Aaa	03/03
AUD	Council of Europe	5,000%	27/03/2009	99,76	5,08%	Aaa	27/03
NZD	Council of Europe	6,000%	27/03/2009	99,55	6,16%	Aaa	27/03

Economies

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

■ Etats-Unis

Un ralentissement modéré de la croissance est attendu pour cette année. En 2006, la croissance économique devrait être plus équilibrée au niveau mondial grâce à la résurrection de l'Europe et du Japon. Les Etats-Unis ne seraient alors plus le seul moteur économique.

L'inflation hors prix d'énergie et de l'alimentation reste basse et la hausse des prix des matières premières n'a pas d'influence importante sur le prix des biens de consommation courante. Plusieurs études révèlent une nouvelle forte diminution des prix des produits d'importation asiatique. A ce jour, celle-ci s'élève à -2%. Chaque année, les prix des marchandises asiatiques importées diminuent de 2%. Voici un bel exemple de déflation des prix ! Malgré le coût élevé de l'énergie, la machine de production asiatique continue à distribuer des produits bon marché.

Cela prouve également que l'environnement concurrentiel reste difficile pour les producteurs américains et européens. S'adapter et restructurer reste donc une tâche permanente.

■ Japon

La nervosité relative à une future augmentation des taux d'intérêt monte dans les marchés financiers japonais. Il est clair que la Banque centrale japonaise devra tôt ou tard augmenter ses taux. Par contre, nous estimons que la crainte actuelle des marchés n'est pas fondée. Le Japon se réveille d'une longue hibernation et sa banque centrale ne refermera le robinet d'argent que lentement (pas avant le premier trimestre). Le redressement économique ne se fera du jour au lendemain. Il n'y a donc, aujourd'hui, aucun danger de surchauffe économique.

Au niveau micro-économique, la rentabilité des sociétés japonaises se situe actuellement sur ou au dessus du niveau des belles années 80.

■ Zone Euro

Les indicateurs économiques restent au vert dans la zone Euro. Ils ont même tendance à se multiplier. En effet, la plupart des baromètres économiques tant européens que nationaux sont prometteurs. Reste à l'économie de la zone Euro de matérialiser ces promesses ...

Dans le cas où ces attentes se concrétiseraient par une accélération de la croissance économique, il y aurait alors de la marge pour amortir une éventuelle poursuite de la hausse des taux par la Banque Centrale Européenne (BCE). Jusqu'à présent, la gestion des taux d'intérêt reste accommodante et ne ralentit en aucun cas la croissance. Au contraire, la BCE semble suivre de près les attentes de croissance et souhaiter éviter une impulsion monétaire restrictive trop importante.

Le principal risque à ce scénario favorable concerne l'inflation. En effet, les prix du pétrole, de l'énergie et des matières premières ont une incidence sur ceux des produits finis, alors qu'ils restent très volatils. Si l'inflation venait à s'accélérer, les banques centrales de la zone Euro et des Etats-Unis pourraient être amenées à fortement augmenter les taux, ce qui pourrait casser une croissance encore relativement faible en Europe. A ce jour, ce risque semble cependant peu élevé.

Marchés boursiers

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

■ DJ Stoxx 50

A l'instar du mois précédent, l'indice européen des 50 plus grandes capitalisations a été porté par les valeurs financières, telles que Barclays, Lloyds TSB, SocGen ou ABN Amro, tandis que les valeurs pétrolières (Shell, BP, Total ...) freinaient la progression de l'indice.



■ Nikkei 225

Février a de nouveau été un mois volatil pour l'indice nippon. Hormis le secteur des producteurs de papier où nous retrouvons des firmes telles que Hokuetsu Paper, Nippon Paper ou Oji Paper, aucun autre secteur ne s'est fait remarquer.



■ S & P 500

L'indice des 500 plus grandes capitalisations américaines n'a connu qu'une légère hausse durant ces quatre dernières semaines. A l'instar du Nikkei 225, aucun secteur n'est sorti du lot parmi les valeurs à la hausse. Parmi les valeurs à la baisse, on retrouve les valeurs énergétiques.



■ FTSE 100

L'indice britannique a connu une évolution similaire au Dj Stoxx 50 durant le mois de février. La valeur phare des hausses de l'indice est sans aucun doute BAA, qui a enregistré une hausse de 31 % suite à des rumeurs de reprise. Nous retrouvons également quelques valeurs financières parmi les valeurs plus performantes. Les valeurs énergétiques se situent quant à elles parmi les actions à la baisse.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EUR	Indice des prix à la production (PPI)	0,8%	20,0%	03/03
EUR	Décision de la BCE sur les taux d'intérêt	2,50%	2,50%	03/03
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services	58,0	56,8	03/03
JAP	Dépenses des familles	3,5%	0,4%	03/03
JAP	Indice des prix à la consommation (CPI) sans l'alimentation	0,0%	0,2%	03/03
EUR	Ventes au détail	0,7%	0,1%	06/03
USA	Balance commerciale	n/a	-\$ 65,7	09/03
JAP	Indicateur de confiance des consommateurs	n/a	49,5	13/03
USA	Ventes au détail	n/a	2,2%	14/03
USA	Indicateur des prix à la consommation sans l'énergie et l'alimentation (CPI)	n/a	n/a	16/03
USA	Indicateur des prix à la production sans l'énergie et l'alimentation (PPI)	n/a	n/a	21/03
USA	Décision de la FED sur les taux d'intérêt	4,75%	4,50%	28/03

Analyses de valeurs

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

■ Brantano (BRAP - Euronext Bruxelles) - Commerce de détail et en gros - 49,81 EUR

■ Profil

Brantano est un distributeur européen de chaussures. Il se positionne sur le segment de milieu de marché et vise l'ensemble de la famille. Le groupe utilise un concept unique, toujours autour du nom "Brantano".

Le chiffre d'affaires de 2005 (304,1 millions d'euros) se répartit comme suit :

- Belgique et Luxembourg : 46%
- Royaume-Uni et Moyen-Orient : 54%

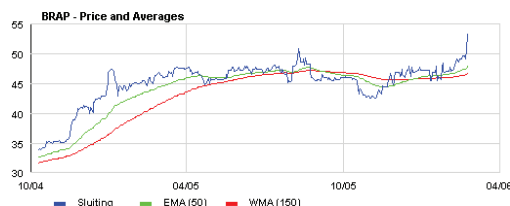
■ Résultats et perspectives

Les résultats pour l'exercice comptable 2005 étaient médiocres. La croissance du chiffre d'affaires à périmètre et taux de change constants a atteint seulement 2,6%. La marge brute s'est toutefois améliorée de 49,1% à 50,3%. Grâce, entre autres, à des coûts financiers moins élevés, le bénéfice net courant a progressé de 9,4% pour atteindre 10,5 millions d'euros.

Brantano connaît des problèmes au Royaume-Uni. La croissance du chiffre d'affaires à périmètre et taux de change constants a été négative (-2,1%). La frilosité du consommateur anglais n'était vraisemblablement pas la seule raison. D'autre part, les coûts des services aux collectivités et les loyers ont augmenté. La direction a dès lors décidé de repositionner le groupe sur le marché anglais. Pour cela, des dépenses supplémentaires de marketing vont être engagées et 7 nouveaux magasins vont ouvrir. Ces opérations vont naturellement peser sur la marge brute, raison pour laquelle nous attendons peu de croissance bénéficiaire cette année.

Dorénavant, Brantano publiera une mise à jour trimestrielle de ses résultats afin que le marché puisse évaluer plus rapidement l'évolution de la situation au Royaume-Uni.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes se sont légèrement améliorées ces derniers mois (+2%).



■ Notre opinion

Brantano a publié des résultats médiocres pour 2005, affectés notamment par le passage à vide des affaires au Royaume-Uni.

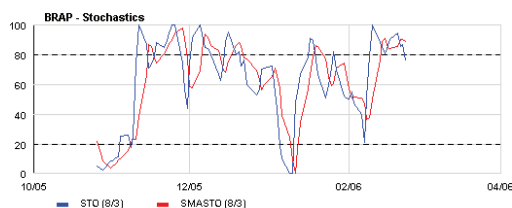
Le marché devant encore digérer sa déception, nous attendons pour acheter la valeur.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	17,7 EUR
Valeur actif net tangible :	17,2 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	2,8
Ratio cours / Bénéfice (2005) :	12,8
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	11,7
Rendement brut du dividende :	2,7%
Endettement :	119%
Prochains résultats :	9/5

■ Analyse technique

Bien que positif et haussier, le MACD à court terme est sur le point de se retourner, alors que les stochastiques ont déjà connu une inflexion à la baisse en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra un recul des cours pour tenter un trading entre 45,70 et 51,90 EUR.



■ Banca Popolare Italiana (PLO - Milan) - Banques - 9,14 EUR

■ Profil

Les origines de la Banca Popolare Italiana (BPI, précédemment Banca Popolare di Lodi) remontent à 1864. La plus vieille banque coopérative d'Italie avait comme fonction le développement économique de sa région (Lodi en Italie du nord). Après une croissance progressive et plusieurs reprises, le groupe compte aujourd'hui près de 1.000 agences dans toute l'Italie. Selon son total bilantaire (52 milliards d'euros), elle est actuellement la 9ème plus grande banque italienne. Elle compte 8.600 employés.

En 1998, la BPI a été introduite en bourse.

■ Résultats et perspectives

La BPI a connu une période difficile l'année dernière lorsque son CEO a dû démissionner à cause d'un scandale financier (enrichissement personnel). Une partie de la direction a alors été remplacée et un programme de restructuration a été entamé afin de relever la faible rentabilité.

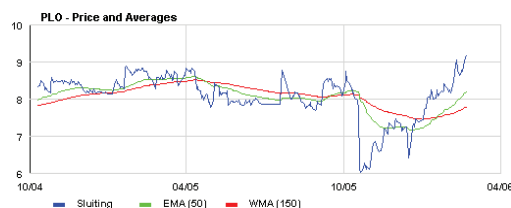
La BPI est une banque peu rentable avec un rendement sur fonds propres de seulement 6,1%. Ceci explique sa faible valorisation.

En comparaison, Banca Intesa, le plus grand groupe bancaire italien à une rentabilité sur fonds propres de 12,4%. Le réseau d'agences de la BPI n'est pas optimal et compte trop de petites agences (33% des agences emploient moins de 4 employés). La BPI a également un portefeuille d'emprunts de moins bonne qualité, pour lequel des provisions sont établies.

Le groupe va se concentrer à nouveau sur son activité centrale et historique, c'est-à-dire l'activité bancaire commerciale. La BPI a tenté de s'aventurer sans succès dans la banque d'affaires.

La structure du groupe est inutilement compliquée : les deux plus grandes filiales (Bipielle et Reti) sont chacune cotées en bourse. La BPI n'a donc pas de contrôle complet sur ces deux filiales. Fin février, un nouveau CEO a été désigné. Il s'agit d'un ex-partenaire du groupe internationale de consultant Bain & Co et est spécialisé en restructuration bancaire.

Le nouveau business plan sera présenté au mois d'avril suivi par un roadshow international en mai. Le consensus des analystes a revu ses prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 à la baisse 5% durant les mois derniers.



■ Notre opinion

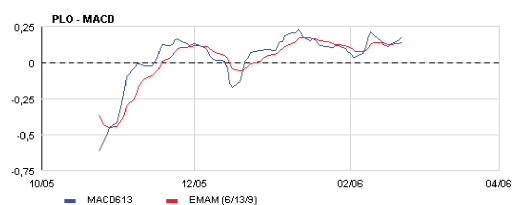
La BPI est autant une histoire de restructuration qu'un candidat à la reprise. Bien qu'officiellement la banque tienne à son indépendance, la nomination d'un nouveau CEO est un signe qui ne trompe pas. Nous soupçonnons que la BPI se fera d'abord plus attirante pour un repreneur potentiel. La valorisation basse, le potentiel de restructuration, l'absence d'un actionnaire de référence et l'entrain dans le monde bancaire italien, nous incitent à acheter l'action au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	8,7 EUR
Valeur actif net tangible :	2,4 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,1
Ratio cours / Bénéfice (2005) :	Négatif
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	17,8
Rendement brut du dividende :	3%
Endettement :	N/D
Prochains résultats :	avril

■ Analyse technique

Le MACD à court terme vient de donner un silver cross à la vente, tandis que les stochastiques se sont retournés en zone de surévaluation technique. Un trading entre 8,02 et 9,47 EUR pourra être tenté après un recul de cours.



■ Banca Popolare di Verona e Novara (BPVN - Milan) - Banques - 20,23 EUR

■ Profil

Comme nous pouvons le déduire de son nom, la Banca Popolare di Verona e Novara (BPVN) a été créée en 2002 suite à la fusion de la Banca Popolare di Verona et la Banca Popolare di Novara. La BPVN compte à ce jour plus de 1.100 agences, principalement dans le nord de l'Italie, son fief historique.

Comme la BPI (voir page précédente), la BPVN se situe dans le top dix des groupes bancaires italiens avec un total bilantaire de 56 milliards d'euros et compte près de 13.000 employés.

■ Résultats et perspectives

Les résultats pour les 9 premiers mois de l'année 2005 ont indiqué une augmentation du chiffre d'affaires de 5,6% à 1,8 milliard d'euros, généré à 50/50 par l'activité de crédit et par des revenus de commissions. Le bénéfice opérationnel brut a augmenté de près de 17% pour atteindre 530 millions d'euros.

La BPVN se concentre sur les PME et les clients privés du nord de l'Italie, la région la plus riche du pays. 87% de son portefeuille d'emprunts se situe dans cette région.

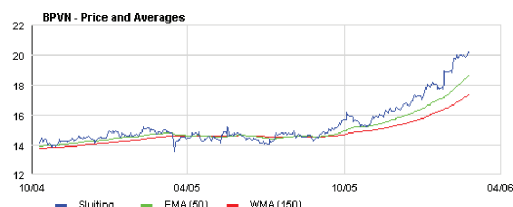
L'intégration des deux groupes suite à la fusion de 2002 est quasiment terminée. Bien que l'héritage des mauvais emprunts ait bien été diminué, il reste encore beaucoup de travail.

A ce jour, la BPVN table sur une croissance par l'exploitation de synergies commerciales et le développement du crédit à la consommation, du crédit hypothécaire et des produits "bancassurances". A ce sujet, l'Italie doit encore rattraper un certain retard par rapport au reste des pays européens.

La direction vise en particulier la croissance organique et la création de valeurs à long terme. La BPVN a intégré son plan d'options dans son plan de pension. Celui-ci a été entièrement investi en actions BPVN et les managers ne peuvent uniquement profiter du bénéfice généré par le plan d'options que s'ils restent suffisamment longtemps (minimum 5 ans) dans le groupe. Tous les hauts cadres et le CEO ont souscrit au plan.

La BPVN ne mène pas de politique d'acquisitions active mais se positionne plutôt de façon opportuniste. Elle ne décide d'une acquisition que dans le cas où il y a une création de valeur immédiate et qu'elle partage la stratégie et l'esprit de sa proie.

Le consensus des analystes a relevé ses prévisions bénéficiaires de 2% le mois dernier.



■ Notre opinion

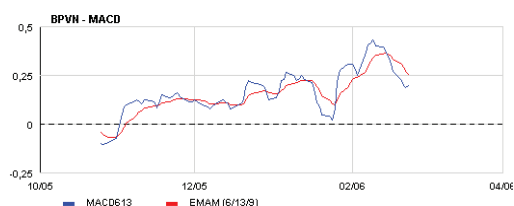
La BPVN n'est pas une histoire de fusions, mais pourra en tous cas profiter du nouvel intérêt porté aux actions des banques italiennes. Le cours a d'ailleurs déjà bien monté. BPVN est plutôt un bon acteur régional qui, dans le climat actuel, pourrait peut-être effectuer une acquisition opportuniste (BPI ?), mais qui, fondamentalement, continue à se concentrer sur la croissance organique à long terme. L'action n'est plus bon marché, mais la croissance bénéficiaire attendue élevée et la bonne gestion font de BPVN une alternative d'investissement intéressante. Au cours actuel, cette valeur est à acheter pour le long terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	10,3 EUR
Valeur actif net tangible :	8,6 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	2,00
Ratio cours / Bénéfice (2005) :	18,4
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	13,8
Rendement brut du dividende :	2,5%
Endettement :	3%
Prochains résultats :	N/D

■ Analyse technique

Le MACD baisse depuis plusieurs jours, après avoir donné un silver cross à la vente. De même, les stochastiques sont en train de se diriger vers la zone de sous-évaluation technique. On attendra leur inflexion dans cette zone pour tenter un trading entre 18,73 et 20,70 EUR



■ Solvay (SOLB - Euronext Bruxelles) - Matériaux - 93,20 EUR

■ Profil

Le groupe Solvay comprend 3 divisions : Pharma, Chimie et Matières Synthétiques. Solvay est l'inventeur et le plus grand fabricant de soude caustique au monde. Le bénéfice brut opérationnel (913 millions d'euros) pour l'exercice comptable de 2005 pouvait se répartir comme suit :

■ Pharma :	33%
■ Chimie (entre autre : soude) :	31%
■ Matières Synthétiques :	43%
■ Autres :	-7%

■ Résultats et perspectives

Les résultats de l'année écoulée ont battu tous les records historiques de Solvay, mais sont néanmoins restés légèrement en dessous des attentes du marché.

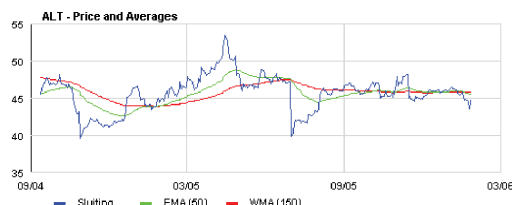
La division Pharma a publié d'excellents résultats, tirés en grande partie par la récente reprise de Fournier Pharma. Celle-ci a également contribué à l'augmentation des marges de la division Pharma de Solvay. En effet, la marge brute opérationnelle de Fournier s'élevait à 24,2% et celle de la branche Pharma de Solvay à 11,9% avant acquisition.

D'autres synergies devraient encore permettre de sensibles réductions de coût supplémentaires. Entre temps, Solvay ambitionne de faire croître le chiffre d'affaires de sa division Pharma de 7% d'ici 2010.

La division Chimie a réussi à intégrer la hausse du coût de l'énergie et a finalement généré une marge opérationnelle de 10%.

La division Matières Synthétiques a, quant à elle, su maintenir les bons résultats de la première partie de l'année et atteindre une marge opérationnelle de 11%. Principalement Inergy Automotive Systems a atteint de très bons résultats avec une augmentation des volumes vendus de 6% dans un marché en baisse.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes ont légèrement baissé ces 4 dernières semaines (-1%).



■ Notre opinion

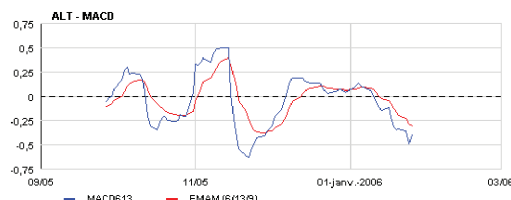
Solvay concentre toutes ses forces dans le développement de la division Pharma. Cette année, une demande d'approbation pour le Bifeprunox devrait être introduite aux Etats-Unis. L'Europe devrait suivre en 2008. Le Bifeprunox est un médicament potentiel contre la schizophrénie. Les autres divisions digèrent apparemment très bien la hausse du prix des matières premières. L'action peut, au cours actuel, certainement rester dans les portefeuilles, bien que nous ne nous attendions pas à des prestations spectaculaires dans les trimestres à venir. La valorisation est conforme aux prévisions bénéficiaires.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	43,8 EUR
Valeur actif net tangible :	30,3 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	2,1
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	12,6
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	12,5
Rendement brut du dividende :	2,9%
Endettement :	58%
Prochains résultats :	9/5

■ Analyse technique

Un MACD à court terme plat, des bandes de Bollinger réduites, ne permettant qu'un trading entre 92,05 et 94,71 EUR, Solvay n'est pas une valeur à choisir pour du trading à court terme.



Gestion de Fortune

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89

Le mois passé, nous vous présentions les quatre types de gestion que nous vous proposons en gestion de fortune, ainsi que le profil d'investisseur auquel chacun de ces types s'adresse. Nous vous proposons aujourd'hui de nous attarder sur le rendement (i.e. la performance) théorique passé de ces différents types de gestion. Notre but n'est pas tellement de mesurer ce que chaque type de gestion a pu rapporter (nous ne revivons jamais le passé), mais plutôt de souligner l'importance du surplus de risque (i.e. notamment la probabilité que la rentabilité d'un investissement n'atteigne pas le rendement escompté durant un horizon de temps donné) qu'il faut être prêt à assumer pour espérer obtenir un surplus de rendement parfois faible.

Rappelons au passage qu'en finance comme ailleurs, l'histoire est rarement un bon indicateur avancé de l'avenir. Le discours tenu ici est donc avant tout illustratif et n'a pas l'ambition d'avoir une quelconque valeur prédictive.

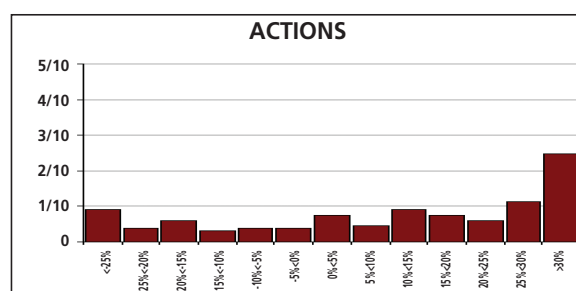
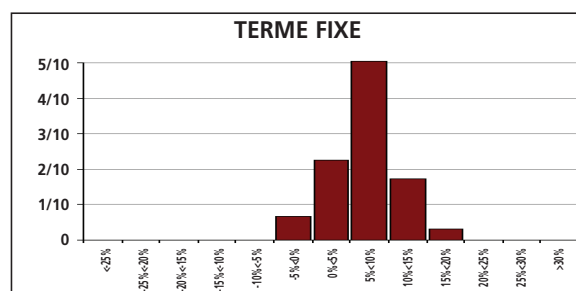
Pour notre analyse, commençons par observer le marché des actions de l'Union économique et monétaire, le marché des bons d'Etat belges et les placements à un mois en euro (en franc belge avant le 1er janvier 1999) durant ces douze dernières années (i.e. de fin 1993 à fin 2005).

Durant cette période, un placement à terme fixe (95% d'obligations et 5% de placements à un mois) a généré un rendement de 6,1% par an¹, tandis qu'un investissement en actions a généré un rendement de 9,3%, soit quelque 50% de plus. A posteriori, sachant ce qu'il s'est passé, on conviendra facilement qu'un investissement en actions aurait constitué le meilleur placement.

Pourtant, il faut reconnaître que tout investisseur n'aurait pas été capable d'assumer la volatilité (i.e. les variations de cours) des bourses européennes durant ces douze années. En effet, si l'on compare la distribution statistique des performances annuelles des deux placements entre fin 1993 et fin 2005 (voir les graphiques ci-dessous²), on

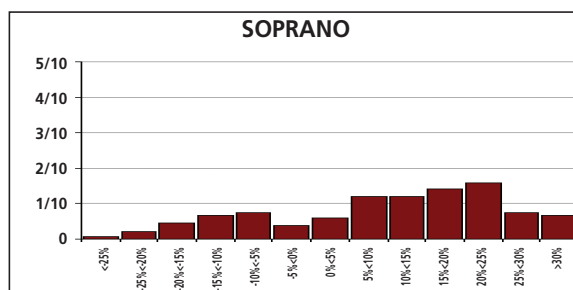
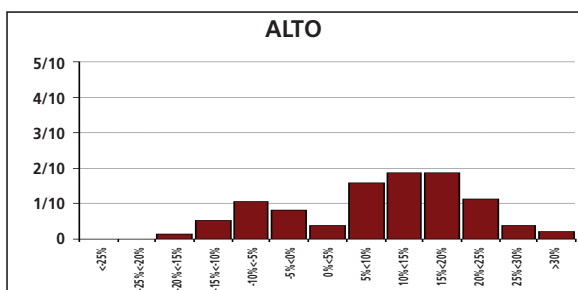
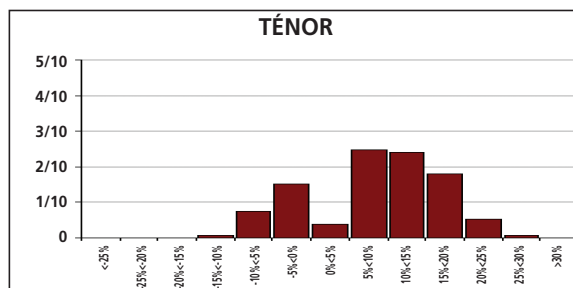
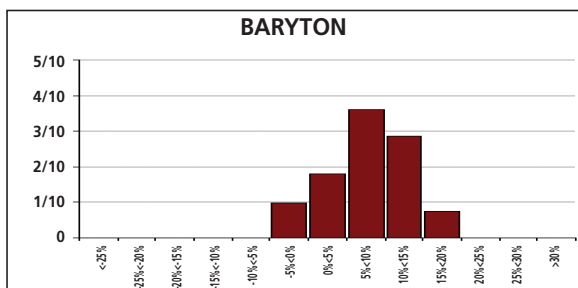
constate qu'un placement à terme fixe n'a que rarement généré un rendement négatif (7 fois sur 100) et, quand bien même, la perte n'a jamais été supérieure à 5% par an. En outre, un tel investissement a généré un rendement annuel compris entre 5% et 10% plus d'une fois sur deux. Un placement relativement sûr donc.

Quid du placement risqué ? A vrai dire, un placement aveugle en actions (i.e. à un moment quelconque durant ces douze dernières années) avait autant de chances de générer un rendement compris entre -15% et -20% qu'un rendement compris entre 20% et 25%, soit 6 chances sur 100, dans les douze mois suivants. A y bien regarder, on constate qu'un placement en actions a généré n'importe quel rendement compris entre -25% et +30% avec grosso modo la même fréquence. En clair, on avait autant de chances de gagner ou perdre à peu près n'importe quoi. Certes, oui, un placement en actions a rapporté plus qu'un placement à terme fixe, mais encore fallait-il avoir le cœur bien accroché et résister jusqu'au bout (i.e. ne pas céder à la panique dans les moments de creux) pour en bénéficier.



¹ Le niveau actuel des taux d'intérêt en Europe démontre qu'il serait dangereux d'extrapoler le passé pour évaluer le rendement futur d'un placement obligataire. En effet, avec des taux qui s'étalent de 2,25% à 3,50% selon l'échéance, il est difficilement concevable que le rendement d'un tel placement puisse atteindre 6% dans les dix prochaines années.

² Comment lire les graphiques de distribution statistique du rendement annuel observé : à chaque barre correspond la fréquence, lue verticalement (sur l'ordonnée), exprimée en nombre d'occurrences sur dix, d'observation du rendement lu horizontalement (sur l'abscisse), exprimé en fourchettes de 5 points de pourcentage (e.g. entre 0% et 5%, entre 5% et 10%, etc.), pour toutes périodes de douze mois comprises entre fin 1993 et fin 2005.



Si l'on suppose, pour simplifier, qu'une combinaison propre des deux placements considérés ci-dessus traduit, dans les portefeuilles en gestion, chacun de nos quatre types de gestion, alors ceux-ci auraient généré, durant ces douze dernières années, les performances annualisées suivantes :

- **Type Baryton** 7,0%
- **Type Ténor** 7,6%
- **Type Alto** 8,1%
- **Type Soprano** 8,5%

On constate que l'écart de rendement entre deux types de gestion contigus est relativement faible (entre 0,4 et 0,6 points de pourcentage). Par contre, l'accroissement de la volatilité de ce rendement entre un type de gestion et le suivant est très visible dans les graphiques ci-dessus.

Notons que cet exercice reste très théorique dans la mesure où les rendements mentionnés ne prennent en compte aucun frais ni aucune fiscalité. Ils supposent que tous les revenus générés (intérêts et dividendes) sont réinvestis immédiatement sans frais. Ils ne tiennent compte d'aucune gestion active qui sur- ou sous-pondère certains actifs à des moments donnés, mais, par contre, supposent une répartition constante des investissements entre placements en actions et placements à terme fixe

(qui impose de racheter des actions à chaque baisse des bourses et d'en vendre à chaque hausse). Ils ne respectent pas non plus le degré de diversification, sensiblement plus élevé, que nous appliquons réellement en gestion de fortune. La comparaison des différents types de gestion et les observations générales qu'on peut en tirer n'en restent pas moins, selon nous, pertinentes.

En conclusion, rappelons qu'il n'y a pas de type de gestion universel valable pour tous. Chaque investisseur a son propre profil de risque. Celui-ci dépend notamment de l'horizon de placement, des objectifs, des contraintes, de l'expérience, de l'aversion au risque et de la surface patrimoniale de chacun. Toutefois, il nous paraissait important de souligner que la recherche d'un rendement parfois seulement légèrement supérieur requerrait d'assumer une volatilité souvent sensiblement plus élevée. A chacun d'évaluer si le jeu en vaut la chandelle.

■ **Mardi 21 Mars 2006****Séminaire : Investir en bourse avec Leleux On Line**

Langue : Français
 Lieu : Tournai
 Heure : 19h
 Orateur : Olivier Leleux, Administrateur délégué
 Inscriptions : Agence de Tournai - Madame Claudine Thomassin - Tél: 069/64 69 00

■ **Samedi 22 Avril 2006****Salon VFB - Dag van de Tips**

Langue : Néerlandais
 Lieu : Anvers
 Heure : 10h - 17h
 Informations : Siège de Bruxelles - Monsieur Guido Cloetens - Tél: 02/250 12 13

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
GENT – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
GENT – ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

Internet: <http://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:

le 24 février 2006