

## Edito

L'actualité financière des derniers mois a occulté une des problématiques à laquelle est confronté l'ensemble de la communauté financière en Belgique : la dématérialisation des titres au porteur. Certes, beaucoup diront qu'il reste un peu plus de quatre ans pour déposer les derniers titres au porteur détenus par les investisseurs particuliers. Cependant, compte tenu du nombre de titres encore en circulation, plusieurs estimations ont dernièrement démontré que l'industrie financière ne sera pas en mesure de « digérer » la masse de titres au porteur devant encore être dématérialisée d'ici à 2013, sauf à mettre les bouchés doubles dès aujourd'hui.

Chez Leleux Associated Brokers, nos chargés de clientèle sont dès aujourd'hui prêts à recevoir l'ensemble des titres dont vous disposeriez encore physiquement, et ce gratuitement. Il est d'autant plus essentiel d'effectuer ces dépôts rapidement que certains des titres au porteur doivent encore faire l'objet de régularisations ou d'échanges, ce qui, compte tenu de l'engorgement à venir des banques dépositaires, nécessitera des délais de plus en plus importants, pouvant ainsi préjudicier l'investisseur particulier dans l'exercice de ses droits d'actionnaire ou de créancier.

Les premiers signes de cet engorgement à venir sont déjà perceptibles depuis plusieurs mois. Les délais constatés pour le remboursement de titres échus, l'encaissement de coupons présentés en vif ou encore la régularisation de titres, ont tendance à s'allonger rapidement. Ainsi, là où une semaine suffisait pour une simple opération de remboursement il y a à peine un

an, plusieurs semaines, voire même plusieurs mois dans certains cas, sont désormais nécessaires pour obtenir le remboursement ou la régularisation d'un titre en vif.

Dans ces circonstances, nous ne saurions suffisamment recommander aux investisseurs particuliers de procéder immédiatement au dépôt des titres qu'ils détiendraient encore sous forme physique. Cette simple opération, entièrement gratuite, leur permettra de profiter, au moment qu'ils choisiront, du fruit de leur épargne, sans devoir attendre une éventuelle opération technique pouvant prendre plusieurs mois.

La dématérialisation des titres au porteur a également un autre effet sur l'industrie financière. Ainsi, le nombre de transferts scripturaux a considérablement augmenté et a nécessité des investissements conséquents de la part de la plupart des acteurs de la place. Dans notre rubrique « à la découverte de votre société de bourse », nous découvrirons ce mois-ci les dessous d'un transfert scriptural de titres.

Dans ce cadre, comme dans d'autres, nos chargés de clientèle restent à votre entière disposition pour vous fournir de plus amples informations sur la dématérialisation des titres et les éventuels impacts patrimoniaux que ce dépôt titres pourrait avoir. N'hésitez pas à les contacter ; toute notre équipe reste à votre entière disposition chaque jour de 8h à 22h.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de toute notre équipe, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

<b>Sommaire</b>	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Roche Holding	6
	Analyse de AvH	7
	Analyse de Duvel Moortgat	8
	Analyse de GDF Suez	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	A la découverte de votre société de bourse	11
	Agenda	12

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

221,73 +0,9%<sup>(1)</sup> / -9,8%<sup>(2)</sup>

### BEL 20 (Belgique)

1 751,56 +3,2%<sup>(1)</sup> / -8,2%<sup>(2)</sup>

### CAC 40 (France)

2 840,62 +5,1%<sup>(1)</sup> / -11,7%<sup>(2)</sup>

### DAX (Allemagne)

4 203,55 +9,4%<sup>(1)</sup> / -12,6%<sup>(2)</sup>

### FTSE (G-B)

3 898,85 +1,8%<sup>(1)</sup> / -12,1%<sup>(2)</sup>

### SMI (Suisse)

4 872,33 +3,9%<sup>(1)</sup> / -12,0%<sup>(2)</sup>

### DJ Stoxx 50 (Europe)

1 822,99 +3,0%<sup>(1)</sup> / -12,5%<sup>(2)</sup>

### DJII (USA)

7 776,18 +10,1%<sup>(1)</sup> / -11,4%<sup>(2)</sup>

### NASDAQ (USA)

1 545,20 +12,1%<sup>(1)</sup> / -2,0%<sup>(2)</sup>

### TS 300 (Canada)

8 821,06 +8,6%<sup>(1)</sup> / -1,9%<sup>(2)</sup>

### NIKKEI (Japon)

8 626,97 +14,0%<sup>(1)</sup> / -2,6%<sup>(2)</sup>

### MSCI World

824,69 +9,8%<sup>(1)</sup> / -10,4%<sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2008



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

## ■ What a difference a month makes

Les autorités américaines semblent à présent enfin complètement réveillées. Non seulement la banque centrale américaine, la Federal Reserve (Fed), mais aussi le Ministère des Finances, le Treasury, commencent à mettre la grande artillerie en œuvre.

En une semaine, deux initiatives capitales ont été annoncées :

- L'extension du programme de liquidité de la Fed aux obligations d'Etat américaines, et
- L'isolation des mauvais actifs bancaires, par le biais d'une variante de la technique de la "bad bank".

La première initiative étend la portée des programmes de liquidité de la Fed aux obligations d'Etat. Elle marche ainsi sur les traces des banques centrales japonaise et anglaise. La Fed lance à présent un programme dans le cadre duquel elle rachète des obligations d'Etat américaines de différentes maturités, dans le but de maintenir les taux d'intérêt à plus long terme à un faible niveau. La banque centrale avait auparavant déjà déclaré envisager cette démarche draconienne si elle le jugeait nécessaire (lire : si les taux n'atteignaient pas un niveau suffisamment bas).

Il ne faut pas en sous-estimer l'intérêt : on imprime à présent effectivement de l'argent à un rythme élevé. Il s'agit, certes, d'argent électronique – les disponibilités monétaires physiques ou fiduciaires n'augmenteront dès lors pas –, mais l'impact sur les marchés est toutefois très concret. Dans la pratique, une banque centrale a la possibilité d'imprimer de l'argent de manière illimitée. Alors qu'une banque commerciale doit respecter des ratios de solvabilité (qui ont toutefois été contournés fortement ces dernières années par toutes sortes de constructions créatives), une banque centrale n'a pas cette limite. The sky is the limit.

Grâce au rachat d'obligations d'Etat par la banque centrale, le gouvernement américain n'a en fait aucune limite dans sa capacité d'emprunt. Une fois qu'on emprunte cette voie, il est particulièrement tentant d'abuser de cette possibilité avec pour conséquence une augmentation trop forte de la masse monétaire, avec toutes les conséquences que cela entraîne pour le risque d'inflation une fois que l'économie tourne à nouveau à pleine puissance. Mais pour l'heure, n'anticipons pas encore ces risques. Le choix déchirant des autorités américaines doit se faire entre la peste et le choléra : la déflation ou l'inflation. A cet égard, elles préfèrent courir le risque de l'inflation pour tenter d'échapper à la déflation.

La deuxième initiative, annoncée par le ministre des Finances Tim Geithner, revient à l'essence du plan initial de

son prédécesseur dans le gouvernement Bush, Hank Paulson, à savoir l'assainissement des bilans bancaires en isolant les mauvais actifs ou actifs toxiques. Le mois dernier, nous nous étions déjà penché sur ce point et avons écrit : "Concrètement, on pourrait y parvenir par le biais d'une "bad bank" qui rachète les mauvais crédits (même si le prix n'est pas correct à 100%), empêchant ainsi la partie saine des actifs bancaires de peser en tout ou en partie sur les ratios de solvabilité du secteur bancaire."

Il y a quelques mois, nous avons également étudié le grand problème d'une "bad bank" dans la crise actuelle : quel prix coller aux mauvais actifs ? Un prix trop bas entraîne de nouveaux amortissements et aggrave la crise bancaire ; un prix trop élevé n'est politiquement pas acceptable, car il est interprété par le public comme une aide d'Etat à des banquiers imprudents.

Le lapin que Geithner fait à présent sortir de son chapeau contourne habilement ce problème en demandant aux investisseurs potentiels de fixer les prix et en leur donnant, en outre, un levier et une garantie bancaire. En principe, il s'agit d'une intervention de l'Etat cachée, dans le cadre de laquelle ce dernier court la majeure partie des risques et les investisseurs privés peuvent potentiellement enregistrer d'importants bénéfices. Il est intéressant d'examiner les détails techniques<sup>1</sup> du plan. A cette époque de liquidation progressive des dettes et de pratiques financières conservatrices, le principe du levier semble en particulier assez ironique. En fonction du type d'actifs rachetés, cela peut fluctuer au maximum entre 100% et 600%.

Outre ce levier, une garantie d'Etat indirecte est donnée sous plusieurs formes : soit via la caisse de dépôt et de garantie américaine (FDIC) qui garantit 85% de certains actifs rachetés, soit via les programmes de liquidité de la Fed.

Cela fait-il disparaître le risque de nationalisation des grandes banques américaines ? A première vue, cela semble être le cas, mais il n'est bien entendu pas exclu que les nouveaux prix des actifs toxiques soient si peu élevés que certaines banques se retrouvent encore dans les problèmes suite à des dépréciations supplémentaires. Les autorités américaines interviendront bien entendu directement si une grande banque importante était touchée, si bien que son actionariat dans la banque serait furtivement accru. La banque se retrouverait alors de fait sous le contrôle de l'Etat.

L'effet positif de ce dernier plan est qu'un grand nettoyage des bilans bancaires sera finalement réalisé. Le fossé entre les Etats-Unis et l'eurozone s'élargit de jour en jour. Espérons que les dirigeants européens s'inspireront des initiatives américaines pour prendre le taureau par les cornes.

<sup>1</sup> <http://www.treas.gov/press/releases/tg65.htm>



NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

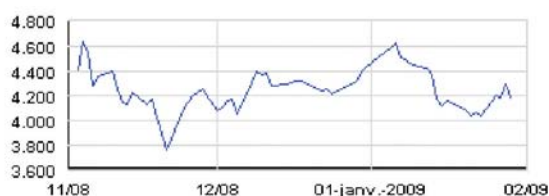
## DJ Euro Stoxx 50

Le plan de rachat des actifs risqués (et/ou douteux) mis au point par le Secrétaire d'état au trésor Timothy Geithner a convaincu les investisseurs, ce qui s'est traduit par une envolée des valeurs financières. En l'atteste, les performances des titres Ing Groep (+56,16%), Deutsche Bank (+53,86%) et Axa (+40,66). La diminution des parts de marché d'Unilever ainsi que la perspective d'une baisse de ses bénéfices ont fait baissé son titre de 8,2%.



## FTSE 100

L'exploitant de mines kazak Kazakhmys Plc a vu le cours de son action s'envoler de 42,2% suite à la clôture anticipée de l'accord qui le liait à la société AES et à l'augmentation du cours du minerai de cuivre. Malgré l'annonce d'un bénéfice en hausse pour l'année 2008, les dissensions au sein du conseil d'administration de British American Tobacco PLC ont été mal perçues par les investisseurs, ce qui a fait chuté son action de 11,8%.



## S&P 500

Le vif succès rencontré en Europe par le plan Geithner n'est rien en comparaison avec l'engouement que celui-ci a provoqué aux Etats-Unis. En effet l'ensemble des actions du secteur financier a connu des hausses allant de 52,4% pour Hartford Finl SV jusqu'à 252,8% pour American Interna. La détérioration du crédit rating à "junk" de l'éditeur Gannett par Standard & Poor's a fait baissé le cours de son action de 27,4%.



## Nikkei 225

Les recommandations à l'achat des analystes de Deutsche Bank ainsi que l'aide que le gouvernement japonais s'est engagée à accorder au constructeur automobile Mazda afin de pouvoir émettre à nouveau des obligations, ont permis à son action de gagner 49%. La publication de mauvais chiffres pour l'année 2008 (free cash flow en baisse de 22%) ont fait baissé le cours de Nippon Telegraph & Telephone de 13,4%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	07/04
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,7%	14/04
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,2%	15/04
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	9,0	15/04
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,4%	16/04
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-28,6	23/04
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	81,6	24/04
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	3,9%	24/04
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-0,3%	28/04
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,13%	0,25%	29/04



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)

0,75 -4,3%<sup>(1)</sup>   
+4,9%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

1,07 -4,7%<sup>(1)</sup>   
+2,9%<sup>(2)</sup>

## JPY/EUR (Japon)<sup>(3)</sup>

0,77 -4,5%<sup>(1)</sup>   
-2,8%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

0,11 +1,2%<sup>(1)</sup>   
+10,1%<sup>(2)</sup>

## DKK/EUR (Danemark)<sup>(3-4)</sup>

13,42 +0,0%<sup>(1)</sup>   
-0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

0,66 -2,6%<sup>(1)</sup>   
-1,9%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

0,52 +2,5%<sup>(1)</sup>   
+2,9%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

0,61 -2,4%<sup>(1)</sup>   
+2,9%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

3,66 +2,8%<sup>(1)</sup>   
-1,9%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

0,21 -0,1%<sup>(1)</sup>   
-11,1%<sup>(2)</sup>

## HUF/EUR (Hongrie)<sup>(3)</sup>

0,33 -1,8%<sup>(1)</sup>   
-12,9%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

0,09 +5,1%<sup>(1)</sup>   
+0,8%<sup>(2)</sup>

- (1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2008  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25% par rapport à l'euro

## USD/EUR

Le dollar a interrompu sa tendance haussière entamée depuis fin décembre et cède 7,4% par rapport au mois précédent. En effet, l'instauration du plan Geithner ainsi que les diverses interventions de la Federal Reserve ont eu pour conséquence d'augmenter considérablement la masse monétaire aux Etats-Unis.



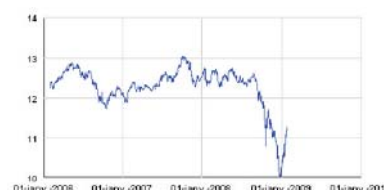
## GBP/EUR

Les difficultés que traverse actuellement l'économie britannique ont poussé les membres de la banque centrale d'Angleterre à réduire le 5 mars leur taux directeur de 50 points de base pour porter ce dernier à 0,5% soit son niveau le plus bas de tout les temps, ce qui explique la chute de 4,5% que la livre a connu au cours de ce mois.



## CHF/EUR

La baisse du taux directeur décidée par la Banque Nationale suisse ainsi que son intervention sur le marché des changes (vente de CHF) a surpris les intervenants du marché. Par conséquent, le franc a connu une de ces chutes les plus importantes depuis 1999, en cédant au final 2,93% sur le mois.



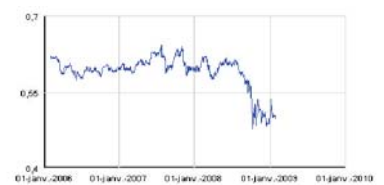
## NOK/EUR

Le regain observé sur le marché du pétrole a tout naturellement entraîné dans son sillage la couronne norvégienne (la Norvège étant un important producteur de pétrole) qui s'est apprécié de 3,04% ce mois-ci.



## JPY/EUR

Les déclarations du ministre du commerce annonçant de mauvais chiffres du commerce de détail ont fait plongé la devise japonaise. Par ailleurs, suite à la relative amélioration observée actuellement sur les marchés, le yen a quelque peu perdu son statut de valeur refuge et cède 8,2% ce mois-ci.



## AUD/EUR

L'augmentation du différentiel de taux entre les taux directeurs australien et les taux directeurs du Japon et de la Suisse a permis aux activités de carry trade de reprendre à nouveau. Par conséquent, la demande de dollar australien a augmenté et celui-ci s'est apprécié 3,3%.



# Taux d'intérêt

Patrick Michiels  
Gestionnaire de portefeuilles



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

Ce mois-ci, la Fed a décidé de passer à la vitesse supérieure, et ce, quelle qu'en soit la vitesse à payer en terme d'inflation. En effet, malgré un taux directeur qui frôle actuellement les zéro pourcent, le loyer de l'argent reste encore fort élevé pour permettre aux entreprises et aux consommateurs d'investir et de consommer à nouveaux (les investisseurs exigent en moyenne une prime de risque de 6% par rapport aux emprunts d'état). Afin de remédier à cette situation, la Fed n'a eu d'autre choix que d'accélérer la manoeuvre en annonçant le 18 mars qu'elle allait se porter acquéreuse de bonds du trésor (pour les échéances comprises entre 2 et 10 ans) pour un montant de 300 milliards de dollars et ainsi, tenter de mettre la pression sur la partie longue de la courbe des taux afin de ranimer un marché du crédit fort mal au point.

En Europe, il faut croire que la gravité de la situation soit suffisamment importante pour faire quelque peu fléchir la position de Jean-Claude Trichet. En effet, dans un entretien au Wall Street Journal paru lundi, le gouverneur de la Banque centrale européenne s'est dit disposé à baisser son taux directeur à 1%. Néanmoins, même si ce niveau de taux est historiquement bas

pour la BCE, sa gestion de la crise ne fait pas l'unanimité. En effet, outre sa politique de taux qui donne plus l'impression de suivre la tendance que de l'influencer, la BCE se voit surtout reprocher le manque d'envie de sa politique quantitative. En d'autres mots, les investisseurs lui reprochent essentiellement de ne pas prendre exemple sur ses principales consœurs en intervenant directement sur le marché du crédit.

En Europe, les rendements des obligations d'Etat à 5 ans et à 10 ans ont légèrement diminué au cours de ce mois, à respectivement 2,29% (+0,19 pts) et 3,08% (+0,10 pts). Aux Etats-Unis, les rendements obligataires s'élèvent à respectivement 1,76% (-0,11 pts) et 2,72% (-0,08 pts) pour les échéances à 5 et 10 ans.

N'hésitez pas à consulter notre liste d'euro-obligations remise à jour en temps réel sur notre site internet [www.lelux.be](http://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)

0,4990

-27,90 <sup>(1)</sup> ↓

-36,10 <sup>(2)</sup> ↓

## EUR (10 Ans)

2,9870

-0,60 <sup>(1)</sup> ↓

+3,60 <sup>(2)</sup> ↑

## USD (3 Mois)

0,2069

-9,04 <sup>(1)</sup> ↓

+13,08 <sup>(2)</sup> ↑

## USD (10 Ans)

2,6183%

-30,80 <sup>(1)</sup> ↓

+40,60 <sup>(2)</sup> ↑

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2008 en points de base

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN
EUR	RABOBANK NEDERLAND	4,250%	16.01.2017	99,85%	4,270%	AAA	XS0282445336
EUR	INSTITUT CREDITO OFICIAL	3,500%	20.01.2014	100,91%	3,290%	AAA	XS0408637022
EUR	BMW FINANCIAL	6,125%	02.03.2012	100,55%	5,919%	A2	XS0415007789



NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

## Roche Holding (ISIN CH0012032048 - 148,80 CHF)

### Profil

Roche Holding figure parmi les principaux groupes pharmaceutiques mondiaux. Le groupe suisse a été fondé en 1896, emploie 80.000 collaborateurs, et vend aujourd'hui ses produits dans près de 150 pays. Roche est focalisé sur l'innovation et dépense plus en recherche (8 milliards de CHF en 2008) qu'en marketing. De même la société investit beaucoup dans le domaine de la biotechnologie et est devenue grâce à l'acquisition de Genentech la plus grande société biotech au monde.

Le chiffre d'affaires par famille de produits se répartit comme suit : "Produits pharmaceutiques", (79,7% du CA) et "Equipements de diagnostic" (20,3% du CA),

Le groupe est majoritairement contrôlé par un actionnariat familial, et le deuxième plus grand partenaire de Roche Holding reste Novartis avec 33,3% des parts.

### Résultats et perspectives

Pour l'année 2008, les ventes du groupe suisse sont restées presque stables en données publiées (-1%) à 45,62 milliards de francs, mais ont progressé de 6% en monnaies locales. Toujours à taux de changes constants, le pôle pharmaceutique a progressé de 5%, tandis que le pôle diagnostics a affiché une croissance de 10%. Le résultat d'exploitation s'est contracté de 4% à 13,92 milliards de francs suisses (+4% en monnaies locales). Son bénéfice net s'est quant à lui contracté de 5% à 10,84 milliards de francs suisses. Le bénéfice par action est ressorti à 11,04 francs, en augmentation de 2% hors effets de change.

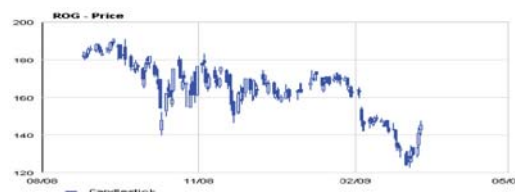
Pour justifier la baisse de régime, le laboratoire bâlois a évoqué la cherté du franc suisse et la diminution de son produit financier. Mais la principale déception provient de la division Diagnostics, dont la rentabilité a chuté.

Roche a revu à la baisse ses prévisions pour l'année en cours. Le laboratoire bâlois anticipe désormais une croissance des ventes d'environ 5% pour ses deux divisions à taux de changes constants, contre une précédente estimation située en haut de sa fourchette. Pour l'année 2009, Roche table sur une croissance, et sur un bénéfice stable par rapport à 2008. Mais, le groupe a indiqué qu'il reverrait ses objectifs une fois l'acquisition de la totalité de Genentech cible d'une OPA. Le dividende pour 2008 s'accroît de 9% à 5 francs suisses par action.

### Analyse fondamentale

Cours :	148,80 CHF
Valeur comptable :	68,95 CHF
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,15
Ratio Cours/Bénéfice :	11,19
Rendement brut du dividende :	4,13%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	0%
Prochains résultats :	16 avril 2009 (1 <sup>er</sup> trimestre)

### Analyse technique



### Notre opinion

Roche a annoncé avoir trouvé un accord avec Genentech en vue de faire l'acquisition de la société biotechnologique américaine pour un prix de 95 dollars l'action, soit un montant total de 46,8 milliards de dollars. Pour les analystes, le contrôle de la 'biotech' américaine est devenu un élément indispensable de la stratégie de Roche. Cette opération constitue une plus-value considérable pour Roche. Elle permet au groupe de mettre la main sur un centre de recherche spécialisé dans les méthodes de traitement basées sur l'ADN humain totalement opérationnel.

La clôture de l'opération Genentech participera sans doute à la levée des incertitudes qui entouraient le suisse depuis des mois, et devrait attirer une nouvelle couche d'acheteurs. La principale caractéristique de Roche aujourd'hui est d'être redevenue très bon marché. Le modèle le plus adapté à une société sans dette nette est certainement la méthode d'actualisation par les Free Cash Flow to Equity. Cette technique renvoie une valeur intrinsèque proche des 180 CHF. De plus, les dividendes sont attendus dans la zone des 4,13% cette année, et devraient continuer leur progression dans les années ultérieures, sur fond de ratio de distribution très attrayant (moins de 50%). A très court terme, il semble que la bourse veuille rehausser la valeur de l'action, et le papier pourrait faire l'objet de demandes jusqu'à la première barrière technique des 170 CHF. Le marché de la dette offre par ailleurs de très belles opportunités pour les investisseurs à la recherche d'obligations à taux "corporate", mais quasiment dénuées de risques. Nous serions d'avis d'accumuler à ces cours.

## ■ Ackermans & Van Haaren (ISIN BE0003764785 - 37,51 EUR)

### ■ Profil

Ackermans & van Haaren est un groupe diversifié organisé autour de quatre secteurs d'activités : "Prestations de dragage, de construction et de services environnementaux", (41,9% du CA), prestations de dragage et de travaux maritimes, d'assainissement de sols, de stockage de boues contaminées assurées au travers de DEME, et prestations de construction et de rénovation d'actifs immobiliers (bureaux, sites industriels, parkings) et d'infrastructures assurées par le biais d'Algemene Aannemingen Van Laere ; "Prestations de services financiers", (41,4% du CA, Finaxis), activités de banque privée assurée par Banque Delen (nr 3 belge) et par Bank J. Van Breda & C (banque pour entrepreneurs et professions libérales) et d'assurance (BDM-Asco) ; "Activités immobilières", (15,2% du CA), gestion immobilière (Leasinvest Real Estate) et promotion immobilière (Extensa) ; "Private Equity", (1,5% du CA). L'action Ackermans & van Haaren est cotée à Euronext Bruxelles et est incluse dans l'indice BEL20. Le groupe Scaldis Invest détient 33% des parts.

### ■ Résultats et perspectives

La société d'investissement Ackermans & van Haaren (AvH) a vu son bénéfice net 2008 diminuer à 114,6 millions d'euros, bien en dessous des prévisions des analystes qui tablaient sur 180 millions. L'année précédente, le groupe avait réalisé un bénéfice net de 241 millions d'euros. De toutes les activités, c'est la division 'contracting' qui convainc le plus, essentiellement grâce à sa filiale DEME, qu'AvH détient à parts égales avec CFE, qui connaît un important accroissement du chiffre d'affaires et du bénéfice dans un marché toujours très actif. Par contre, les bénéfices des services financiers (essentiellement la banque Delen et la banque van Breda) ont chuté 13% dans des conditions de marché extrêmement volatiles. Les activités immobilières ont dégringolé, principalement à cause des ralentissements dans la réalisation d'une série de plus-values, et de moins-values sur le portefeuille immobilier. La contribution du private equity est passée de 47,2 millions en 2007 à seulement 7,8 millions en 2008, en raison des diminutions de valeur sur certaines participations (Groupe Flo et Distriplus). Ajoutons encore que la valeur du portefeuille d'actions a fondu de 226 millions fin 2007 à 39 millions d'euros en 2008 à cause des pertes sur Fortis et KBC, entre autres.

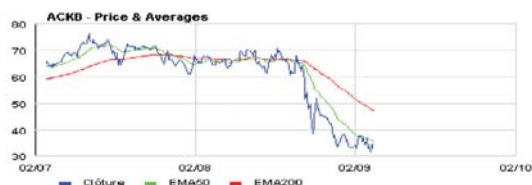
Le Conseil d'Administration d'Ackermans & van Haaren NV propose de tenir le dividende stable à 1,39 euros. La conjoncture actuelle pousse à la prudence, et le management ne donne pas de prévisions pour 2009.

### ■ Analyse fondamentale

Cours :	37,51 EUR
Valeur comptable :	45,31 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,82
Ratio Cours/Bénéfice :	8,26

Rendement brut du dividende :	4,28%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	13,24%
Prochains résultats :	18 mai 2009 (1 <sup>er</sup> trimestre)

### ■ Analyse technique



### ■ Notre opinion

La diversification a permis au holding Ackermans & van Haaren de sauver les meubles en 2008 et devrait l'aider à franchir le cap de 2009 sans trop de mal. Son actif principal, la société de construction maritime DEME, détenue à parts égales avec CFE, est un bel exemple de la solidité du holding. Et là, il ne s'agit pas de traiter l'entité sur le même pied d'égalité que les autres concurrents, qui ont de gros carnets de commandes mais fort concentrés. Le portefeuille de DEME est très diversifié (études de milieu, transport de sable, dragage, activités offshore). Le niveau des commandes ne cesse du reste de progresser : il est passé de 1,8 milliard d'Euros fin 2007 à 2,2 milliards un an plus tard. De plus, DEME n'est que très marginalement impliqué dans les travaux résidentiel de Dubaï, qui connaissent un ralentissement (sic).

Quant à la finance, les dirigeants d'AvH ne sont pas peu fiers des performances des banques Delen et Van Breda, qui améliorent leurs performances commerciales et restent saines. Pas d'actifs toxiques, pas d'amortissements intempestifs. Pour le pôle immobilier cette fois, les taux d'occupation avoisinent les 97%, les rendements 7,20%, les taux d'endettement restent comprimés sous les 45%, et aucun contrat ne vient à échéance en 2009. Pour le portefeuille de participations, il devient il est vrai difficile de réaliser des « exits » comparables aux années dorées, mais à contrario, c'est aussi l'occasion d'acquérir des participations à des prix dépréciés. Concernant le tsunami Fortis (-44 millions d'euros) et KBC (-101 millions), la participation du groupe est marginale : 0,1% dans le premier et 0,3% dans le second.

Le groupe AvH est un groupe sain, sans dettes importantes, et qui possède à cette heure de bas de cycle de nombreuses liquidités pour asseoir sa stratégie de long terme. Le cours de bourse est assez injuste, mais participe de la déception et des doutes irraisonnés des investisseurs. Avec une décote de 30%, nous ne sommes plus vendeurs. En tout état de cause, on ne peut pas certifier que le fond ait été atteint mais cela y ressemble. Le dividende de 4,28% attendu offre une compensation pour l'attente et la prise de risque.

## ■ Duvel Moortgat (ISIN BE0003762763 - 34,62 EUR)

### ■ Profil

Le groupe Duvel Moortgat, fondé en 1871, est aujourd'hui un producteur indépendant de bières spéciales authentiques. Le chiffre d'affaires est très majoritairement issu de la production et vente de bières (98,1%) : essentiellement sous les marques Duvel, Maredsous, Bel Pils et Vedett. Le groupe commercialisait jusqu'il y a peu la bière blanche Steendonk en joint venture avec Palm. Duvel Moortgat a également obtenu une participation de 70% dans le producteur de jus de fruit Freya's Deli Fruit. Grâce à l'acquisition de la brasserie américaine Ommegang, le groupe s'est lancé sur le marché américain des bières artisanales. Aujourd'hui, les bières du groupe sont exportées vers 40 pays. Par ailleurs, Duvel a aussi pris pied en Europe centrale, grâce à une participation de 50% dans la brasserie tchèque Bernard. Depuis 1999, le groupe est coté sur le segment NextPrime, et est détenu à 64% par Fibemi, une fondation de droit néerlandais appartenant à la famille Moortgat.

### ■ Résultats et perspectives

Pour les 6 premiers mois de l'année, Duvel Moortgat a fait état d'un chiffre d'affaires consolidé en augmentation de 12,3% par rapport au premier semestre 2007. Le chiffre d'affaires sur les marchés étrangers représente aujourd'hui 42% des ventes totales. L'analyse par marques et entités démontre une progression dans tous les marchés où le groupe est actif. Le chiffre d'affaires de la marque Duvel a augmenté de 7%. La vente des bières de l'abbaye de Maredsous croît de 11%. Bel Pils est la seule marque à enregistrer une légère baisse de 3,6%. Vedett connaît une hausse de 22,3%. A l'étranger, les bières Bernard en Tchéquie ont fait un bond en avant de 47%. Et les bières de la Brasserie Ommegang aux Etats-Unis peuvent elles aussi se prévaloir d'une très belle progression de leur chiffre d'affaires en USD qui dépasse le résultat du premier semestre 2007 de 41%.

L'EBITDA croît de 6% par rapport à la même période en 2007. L'EBIT diminue de 2,8% à la suite d'amortissements plus élevés et de matières premières plus chères. Le résultat opérationnel après déduction des charges financières nettes régresse de 12% à 7,4 millions d'Euros à la suite des coûts financiers plus élevés. Le bénéfice (part du Groupe) diminue de 16% à 4,8 millions. Grâce à la belle courbe de croissance du chiffre d'affaires au premier semestre, Duvel Moortgat pourra maintenir sa prévision de 10% d'augmentation des ventes en 2008. Malgré la pression sur la marge EBIT, la croissance en EBITDA de 8% devrait être atteignable.

### ■ Analyse fondamentale

Cours : 34,62 EUR  
Valeur comptable : 20,60 EUR  
Ratio Cours/Valeur Comptable : 1,68

Ratio Cours/Bénéfice : 12,85  
Rendement brut du dividende : 2,91%  
Ratio Dette nette/Fonds propres : 0%  
Prochains résultats : 20 mars 2009 (Résultats annuels)

### ■ Analyse technique



### ■ Notre opinion

Ce qui résulte des derniers communiqués officiels publiés à ce jour a surtout mis l'accent sur les difficultés temporaires concernant les marges. L'utilisation de matières premières (malt, houblon, sucre) achetées en début d'année à des prix fort élevés, maintient la pression sur les marges, malgré la baisse récente des prix des matières premières. Cela représente un impact de 3% sur le prix de revient. De même, la société a été confrontée à de gros amortissements, et des frais d'exploitation en hausse consécutivement au lancement de la Vedett Extra White, et de son introduction au Royaume-Uni. Enfin, les frais de démarrage de la brasserie Liefmans (récemment acquise) ont été plus élevés que le chiffre d'affaires produit par cette entité.

Mais Duvel Moortgat devrait arriver à compenser ces impacts exceptionnels sur les marges, puisqu'il annonce une augmentation de tarif des bières de 3,5%, dès le 1er mars. Duvel tente de donner une nouvelle dynamique au marché de la bière en baisse, alors qu'il est confronté à des coûts de fonctionnement en hausse. A ce titre, les récentes implantations et acquisitions aux Etats-Unis et en Tchéquie participent à la stratégie d'expansion. Outre Atlantique, les affaires vont déjà bon train, et les résultats reflètent l'intérêt croissant que porte le marché américain aux bières spéciales. De même, les ventes en Tchéquie font un tabac.

Les perspectives se sont renforcées sur le mois, aussi bien en termes d'objectifs de cours que de révisions bénéficiaires. Ces dernières se sont accrues de 9%, et sont également soutenues par un timing chartiste plus favorable. Au-delà de la zone des 34€-35€, le titre pourrait rejoindre des niveaux plus en accord avec les perspectives de croissance. La valorisation par les dividendes (Dividend Discount Model) indique une juste valeur dans la zone des 37€.

Nous serions tentés de revenir à ces cours vers un dossier de grande qualité, et vers un titre dont l'évolution atypique par rapport aux indices devrait contenter les amateurs d'actifs décorrés.



## ■ GDF Suez (ISIN FR0010208488 - 28,15 EUR)

### ■ Profil

L'un des premiers énergéticiens au niveau mondial, GDF Suez est présent sur l'ensemble de la chaîne de l'énergie (Gaz, électricité, énergies renouvelables et nucléaire), de l'amont à l'aval. A la suite de la fusion absorption du groupe Suez en juillet 2008, Gaz de France a pris la dénomination sociale de GDF Suez. Le nouveau groupe figure parmi les 1ers fournisseurs de gaz naturel en Europe. GDF Suez propose parallèlement des prestations de services énergétiques. L'activité s'organise autour de 5 pôles : "Gaz et Electricité en France" ; "Gaz et Electricité à l'international" ; "Exploration et production de gaz naturel et d'hydrocarbures" ; "Services énergétiques" ; "Transport, stockage et distribution finale de gaz naturel". Par ailleurs, le groupe détient une participation de 35% dans Suez Environnement. Le groupe compte 200.000 collaborateurs pour un chiffre d'affaires en 2008 de 83,1 milliards d'euros. L'Etat Français reste le principal actionnaire avec 35,7% des parts, suivi par GBL (5,3%).

### ■ Résultats et perspectives

GDF Suez affiche des résultats en forte progression en 2008, grâce à une croissance de l'activité de chacune des branches et de l'ensemble des zones géographiques. Le résultat net part du groupe s'établit à 6,5 milliards d'euros en 2008, contre 5,8 milliards d'euros en 2007, en croissance de 13%. Tous les indicateurs opérationnels sont également en croissance organique à deux chiffres. Ainsi, l'EBITDA atteint 13,9 milliards d'euros, en hausse brute de 11% et en croissance organique de 12,5%.

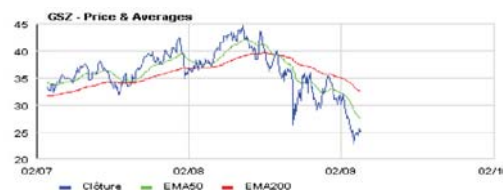
En 2008, le groupe a réalisé 11,8 milliards d'euros d'investissements nets accroissant et consolidant ainsi ses positions de tout premier plan notamment dans la production d'électricité et l'exploration de gaz. Afin d'accompagner son développement et ses ambitions industriels, le groupe a recruté en 2008 plus de 32.000 personnes. Cette dynamique d'embauche se poursuivra en 2009. A ce jour et compte tenu notamment des perspectives économiques et des scénarii pétroliers et électriques anticipés par les prix forwards, les objectifs de croissance de l'EBITDA du groupe sont estimés de la façon suivante : EBITDA 2009 en croissance par rapport à l'EBITDA 2008, et EBITDA 2011 compris entre 17 et 18 milliards d'euros. Considérant les performances réalisées et les perspectives du groupe, le Conseil d'Administration a proposé la distribution d'un dividende en 2009 de 1,40€ par action (+11% par rapport à 2007).

### ■ Analyse fondamentale

Cours :	28,15 EUR
Valeur comptable :	28,90 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,97
Ratio Cours/Bénéfice :	9,14
Rendement brut du dividende :	6,95%

Ratio Dette nette/Fonds propres : 51,65%  
Prochains résultats : 4 mai 2009 (1<sup>er</sup> trimestre)

### ■ Analyse technique



### ■ Notre opinion

En 2008, GDF Suez a dépassé tous ses objectifs, malgré la dégradation des conditions économiques et certains facteurs réglementaires qui ont impacté négativement les résultats. Fort d'une stratégie ambitieuse et de long terme, le groupe dispose d'atouts considérables pour résister à la crise actuelle : des positions de leadership tant dans l'électricité que dans le gaz, des activités diversifiées et complémentaires, la capacité à se développer de manière dynamique et rentable sur les marchés porteurs de l'énergie et de l'environnement. Sur le court terme toutefois, GDF Suez se mobilise et a pris une série de mesures pour renforcer la solidité de son bilan : Accélération du plan de performance, allongement de la maturité de la dette, et arrêt du programme de rachat d'actions annoncé en septembre 2008 et réalisé à hauteur de 43%.

Confiant dans les fondamentaux des marchés de l'énergie et de l'environnement sur le long terme, le groupe prépare l'avenir et prévoit des investissements nets de 30 milliards d'euros sur la période 2008-2010. Aujourd'hui, l'histoire de l'énergie est à un tournant et les énergéticiens doivent s'adapter à l'épuisement des énergies fossiles. Dans cette logique, le nucléaire apparaît comme incontournable, et le groupe est l'un des rares acteurs qui maîtrise l'ensemble des métiers de la chaîne du nucléaire, de la conception à l'exploitation, du démantèlement à la gestion des déchets radioactifs.

Au-delà des considérations tactiques et stratégiques, GDF Suez offre bien des mérites pour ses actionnaires. Le dividende, principalement, n'est pas en reste. Et le plan d'affaire du groupe français est gage de stabilité en termes de rémunération pour les détenteurs d'actions. Et surtout, le titre recèle un grand avantage aux cours actuels, à savoir ses valorisations. Les modèles absolus laissent entrevoir un potentiel de revalorisation proche de 15%, et, par application des normes sectorielles (peer group comparaison), on trouve au bas mot un objectif de cours situé 45% plus haut (36,5€). L'énergéticien ne capitalise que 9 fois les bénéfices attendus, 0,3 fois les ventes, et moins de 5 fois les cash flow attendus. C'est un décalage total et immérité par rapport aux concurrents. Sur le plan technique, la tendance est loin d'être triomphante et constitue peut-être le seul frein à l'enthousiasme, mais offre aussi la possibilité de s'engager à bon compte sur un dossier supérieur.

# Gestion de portefeuilles

Kris Temmerman  
Responsable Gestion  
de Portefeuille



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

## Sélection-modèle d'actions individuelles

### Energie

ENI  
OMV

### Matériaux

DSM

### Industrie

MAN  
Schneider Electric

### Consommation durable

PPR  
Vivendi

### Consommation courante

Casino  
Henkel

### Santé

Sanofi Aventis

### Banques

BNP Paribas  
Crédit Agricole

### Assurance

Allianz  
Scor

### Technologies de l'information

Cap Gemini

### Télécommunication

Deutsche Telekom  
France Telecom

### Services aux collectivités

E.On  
Gaz de France  
Iberdrola

Dans la revue mensuelle de janvier, nous avons examiné l'évolution des perspectives de rendement au cours des 12 prochains mois pour l'indice DJ Euro Stoxx 50. Le but était d'évaluer si la baisse de ces perspectives de rendement était déjà suffisante pour limiter les déceptions futures.

A l'époque, les perspectives de rendement avaient déjà sensiblement baissé et correspondaient à peu près aux perspectives moyennes de fin 2005. Nous avons alors décidé que, vu le ralentissement économique brutal du dernier trimestre de 2008, il y avait encore suffisamment de risques de dépréciations et de déceptions. Les perspectives de rendement avaient déjà énormément chuté, mais pas encore suffisamment.

Ce mois-ci, nous revenons sur le sujet et nous nous penchons sur la façon dont les perspectives de rendement ont évolué au cours des derniers mois.

Comme vous pouvez le déduire du graphique, la baisse des perspectives de rendement s'est poursuivie invariablement.

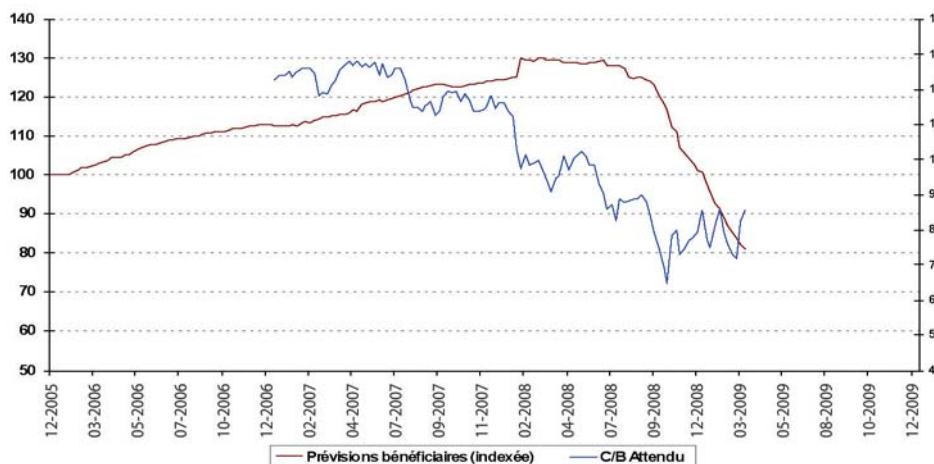
Les perspectives pour les 12 prochains mois se situent actuellement à presque 20% sous le point de départ de 2005. Par rapport au point le plus élevé (130) atteint en mars 2008, nous nous trouvons à l'heure actuelle, soit un an plus tard, presque 40% plus bas.

La valorisation de notre indice boursier européen n'a pas fortement changé au cours des mois précédents. Le ratio cours/bénéfice attendu a effectivement toujours fluctué aux alentours de 8 au cours de ce trimestre. Les bourses ont connu une baisse à peu près aussi forte que les perspectives de rendement.

Sans vouloir nous montrer trop optimistes, nous remarquons que depuis quelques semaines, la baisse des perspectives de rendement se modère quelque peu. Vu la baisse extrêmement rapide des perspectives au cours de ces derniers mois, il pourrait peut-être s'agir du prélude à une stabilisation des perspectives.

La saison imminente des bénéfices nous aidera à y apporter un peu plus de clarté.

Prévisions bénéficiaires 12 prochains mois (DJ Euro Stoxx 50)  
12/2008 - 3/2009



# A la découverte de votre société de bourse

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

Avec la dématérialisation des titres au porteur, les transferts scripturaux de titres entre dossiers titres de différentes institutions financières a pris une importance grandissante dans la vie des sociétés de bourse et des banques. Nous rencontrons aujourd'hui Virginie Poulain, responsable des transferts scripturaux au sein du département de Comptabilité titres de Leleux Associated Brokers.

## Transférer des titres d'un dossier titres vers un autre est-il aussi simple qu'un transfert d'argent entre deux banques ?

La démarche est tout à fait différente. Dans un transfert bancaire, le donneur d'ordre transmet à sa banque l'instruction de transférer une somme et mentionne le montant qu'il souhaite transférer ainsi que les coordonnées bancaires du destinataire des fonds. Et le transfert peut commencer. Dans un transfert titres, non seulement le donneur d'ordre doit transmettre son instruction à son institution financière, mais le destinataire des titres doit également prévenir sa propre institution financière qu'il va recevoir ces titres. Et forcément, les instructions reçues par les deux institutions doivent être identiques. En d'autres termes, si un transfert d'espèces entre deux banques ne nécessite qu'une seule instruction (celle du client envoyant les fonds), un transfert titres nécessite deux instructions, une instruction de livraison auprès de la première institution financière, et une instruction de réception auprès de la seconde institution.

## Pourquoi avoir mis en place un système qui, à première vue, paraît aussi complexe ?

La procédure est effectivement complexe, car l'opération à réaliser l'est également. En reprenant l'exemple d'un transfert d'espèces, la banque chargée du transfert de fonds doit simplement verser les fonds sur le compte de la banque destinataire ouvert auprès de sa banque nationale. Cette opération se déroule d'ailleurs dans un seul grand mouvement espèces appelé « compensation ». En communication, la



Virginie Poulain  
Comptabilité titres

banque destinataire mentionne simplement le numéro de compte normalisé (on parle d'ailleurs de plus en plus souvent de codes IBAN et BIC pour identifier un compte au niveau européen), et le transfert est réalisé. Le transfert est ainsi rendu simple de par le fait que chaque banque a une et une seule banque dépositaire par devise (exemple : la Banque Nationale de Belgique est la banque dépositaire des montants en euros pour toutes les banques en Belgique). Par contre, au niveau des titres, pour chaque valeur, les différentes institutions financières peuvent avoir des dépositaires différents. Ces dépositaires peuvent eux-mêmes avoir des sous-dépositaires, travaillant eux-mêmes avec d'autres sous-dépositaires. Au sommet de ce que l'on peut qualifier de pyramide de dépositaires, un seul et même dépositaire détient l'ensemble de la position en titres et effectuera le transfert interne des titres. Mais il convient dès lors de faire remonter l'information au travers de tous les dépositaires. Dans le pire des cas, cela peut impliquer jusqu'à une dizaine d'institutions financières (par exemple, 5 sous-dépositaires pour l'institution envoyant les titres et 5 pour l'institution les recevant). En d'autres termes, un simple transfert peut nécessiter plus d'une dizaine d'instructions.

## Quelle est la durée normale d'un transfert de titres ?

Cela dépend d'un marché à un autre. Mais si pour un transfert d'actions ou d'obligations belges, un transfert se réalise traditionnellement dans les 5 jours ouvrables, les délais peuvent être beaucoup plus longs pour des titres étrangers. J'ai connu un transfert titres qui a pris plus de deux mois, tellement le nombre de sous-dépositaires était important et l'opération complexe. C'est un vrai travail d'orchestre ... sans chef d'orchestre !

## La dématérialisation des titres au porteur a-t-elle eu une influence sur votre travail ?

Tout à fait. Le nombre de transferts scripturaux de titres a cru de manière significative ces derniers mois, et la tendance reste à la hausse. Cependant, dans certains cas, la dématérialisation a permis la professionnalisation des transferts titres, là où regnait auparavant dans toute la communauté financière la bonne volonté. Ainsi, par exemple, le transfert de bons de caisse est nettement plus aisé qu'il y a deux ans, les têtes de pyramide disposant désormais d'une infrastructure ad hoc.

## Comment voyez-vous l'évolution de votre métier ?

Je pense que le travail d'harmonisation au niveau international des instructions de transfert permettra prochainement de réduire le délai et le coût de ces transferts, ce qui sera tout en faveur de l'investisseur particulier.

- **Mardi 7 Avril : Conférence - Tempête boursière ... Quelles actions privilégiées ?**  
 Langue : Français  
 Lieu : Charleroi  
 Heure : 18h  
 Orateurs : Mr Olivier Leleux, Administrateur Délégué  
 Mr Frédéric Liefferinckx, Chargé de clientèle  
 Inscriptions : Salle Boursière de Charleroi : Christiane Balzat (balzat.c@skynet.be)
  
- **Lundi 20 Avril : Conférence - Le rapatriement des capitaux**  
 Langue : Français  
 Lieu : Gembloux  
 Heure : 19h  
 Orateurs : Mr Christian Gilson, Chargé de clientèle  
 Inscriptions : Agence de Namur - Mme Catherine Tricoté - Tél : +32 87 71 91 02  
 - Mr Frédéric Baivy - Tél : +32 81 71 91 01
  
- **Samedi 25 avril 2009 : Salon - "Dag van de Tips"**  
**Vlaamse Federatie van de Beleggingsclubs en Beleggers (VFB)**  
 Langue : Néerlandais  
 Lieu : Antwerpen  
 Heure : 8h45-18h30  
 Inscription : www.vfb.be
  
- **Jeudi 7 Mai : Conférence - Comment optimiser sa gestion obligataire**  
 Langue : Français  
 Lieu : Tournai  
 Heure : 19h  
 Orateurs : Mr Jean Colard, Chargé de clientèle  
 Inscriptions : Agence de Tournai - Mme Claudine Thomassin - Tél. +32 69 64 69 02  
 - Mr Guy Verhaeghe - Tél. +32 69 64 69 01

	<b>Siège Social</b>	
<b>BRUXELLES</b>	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
	<b>Siège Administratif</b>	
<b>SOIGNIES</b>	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	<b>Agences</b>	
<b>AALST</b>	Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN – BERCHEM</b>	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ANZEGEM</b>	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
<b>GENT</b>	– KOUTER Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
<b>HASSELT</b>	– KERMT Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
<b>JUMET</b>	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 91 90 70
<b>KNOKKE</b>	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b>	– SINT-AMAND St-Amansplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b>	– CENTRE Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 230 30 30
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
<b>MECHELEN</b>	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
<b>MONS</b>	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TOURNAI</b>	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
<b>UCCLE</b>	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
<b>VERVIERS</b>	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 21 00 20
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

**Internet:** <http://www.leleux.be>  
**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

32 NIKKEI +0.09 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 :  
 27 mars 2009