

## Edito

Le 25 mars dernier, l'Union européenne a fêté le cinquantième anniversaire de la signature du traité de Rome, acte fondateur de l'Union européenne telle que nous la connaissons aujourd'hui. Souvent malmenée par les gouvernements nationaux qui voient leurs prérogatives diminuer lentement au profit d'une institution internationale qui semble connaître les plus grandes difficultés à se muter en véritable Etat fédéral.

Le secteur financier, notamment en Belgique, a été profondément modifié par la construction européenne. Ainsi, alors qu'il y a à peine 20 ans, l'exécution d'un ordre en bourse ne pouvait se faire que par un agent de change agréé par le marché réglementé en question (dans notre cas, la bourse de Bruxelles), aujourd'hui, n'importe quelle entreprise d'investissement ou institution financière européenne peut agir directement sur tous les marchés boursiers présents au sein de l'Union européenne. Les avantages sont certes nombreux, mais cette évolution ne s'est pas faite sans douleur.

Ainsi, l'Agent de change, qui était au centre de toute l'activité boursière, a dû réinventer complètement son rôle. Il a d'abord perdu son monopole d'exécution des ordres suite à la Loi du 4 décembre 1990 (dite la Loi Mammouth) au profit des sociétés de bourse inventées par la même Loi. En effet, la profession d'agent de change n'ayant jamais existé en Allemagne, il était difficile d'imposer aux banquiers allemands la perte d'une activité au profit d'une profession inexistante. Pour continuer leurs activités, les agents de change ont dû se regrouper au sein de sociétés de bourse qui disposaient alors de ce fameux monopole d'exécution des ordres. Cinq années plus tard, le monopole tombait avec la Loi du 6 avril 1995 (dite Loi Mammouth 2), qui transposait en droit belge deux nouvelles directives européennes. Désormais, la concurrence se jouera à tous les niveaux, le courtage ayant été libéralisé en Belgique en octobre 1994 par l'abolition de l'ancien arrêté royal qui le régissait depuis les années trente.

La construction européenne a eu également des conséquences sur l'organisation des marchés boursiers eux-mêmes, que ce soit par l'harmonisation des réglementations nationales ou

simplement par l'introduction de la monnaie unique. Après la démutualisation des bourses (c'est-à-dire la transformation des marchés boursiers de sociétés coopératives regroupant les membres des marchés à des sociétés commerciales), nous avons assisté à plusieurs fusions entre les bourses européennes. Ne prenons que le cas d'Euronext, fusion des bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles, qui a par la suite racheté le prestigieux marché londonien des dérivés (Liffe), puis la bourse de Lisbonne. De même, les métiers annexes à l'intermédiation boursière ont été également réformés en profondeur par la construction européenne. Ne pensons qu'aux chambres de compensation nationales qui ont fusionné entre elles pour former des géants européens (LCH.Clearnet ou Eurex) ou aux dépositaires tels qu'Euroclear Bank, qui a racheté successivement le français Sicovam, le belge CIK, le néerlandais Necigef ou encore l'anglais Crest. Finalement, les métiers de gestion de fortune ont également été profondément remaniés durant les 20 dernières années. L'harmonisation des pratiques au sein de l'Union européenne a ainsi touché tant la gestion individuelle de patrimoine que la gestion collective (Sicav et fonds communs de placement).

Et la machine continue de tourner. Que ce soit la dématérialisation des titres qui débutera le 1<sup>er</sup> janvier prochain ou la mise en place de la directive MiFID le 1<sup>er</sup> novembre de cette année, l'harmonisation européenne est en route. Quel constat en tirer après cinquante années ?

Chez Leleux Associated Brokers, nous avons relevé le défi durant ces vingt dernières années en nous regroupant et en adaptant nos outils et notre organisation, tout en tentant de profiter de ces changements pour améliorer continuellement la qualité de nos services envers notre clientèle. C'est également le défi que nos collaborateurs continueront de relever à l'avenir. Tel est notre engagement envers les 20.000 investisseurs qui nous ont honoré de leur confiance.

En vous remerciant de votre fidélité, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

510,50 +4,14%<sup>(1)</sup>   
+3,06%<sup>(2)</sup>

### BEL 20 (Belgique)

4.471,65 +3,87%<sup>(1)</sup>   
+1,89%<sup>(2)</sup>

### CAC 40 (France)

5.634,16 +2,14%<sup>(1)</sup>   
+1,67%<sup>(2)</sup>

### DAX (Allemagne)

6.920,84 +3,06%<sup>(1)</sup>   
+4,91%<sup>(2)</sup>

### FTSE (G-B)

6.307,30 +2,20%<sup>(1)</sup>   
+1,39%<sup>(2)</sup>

### SMI (Suisse)

8.976,99 +2,13%<sup>(1)</sup>   
+2,18%<sup>(2)</sup>

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.713,30 +1,32%<sup>(1)</sup>   
+0,44%<sup>(2)</sup>

### DJII (USA)

12.329,20 +0,49%<sup>(1)</sup>   
-1,08%<sup>(2)</sup>

### NASDAQ (USA)

2.417,81 +0,07%<sup>(1)</sup>   
+0,10%<sup>(2)</sup>

### TS 300 (Canada)

13.178,91 +1,03%<sup>(1)</sup>   
+2,10%<sup>(2)</sup>

### NIKKEI (Japon)

17.287,65 -1,80%<sup>(1)</sup>   
+0,36%<sup>(2)</sup>

### MSCI World

1.515,94 +1,71%<sup>(1)</sup>   
+2,18%<sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2006

<b>Sommaire</b>	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Ascencio	6
	Analyse de Air Energy	7
	Analyse de Fortis	8
	Analyse de Tessengerlo	9
	Analyse de Philips	10
	Gestion de Fortune	11

# 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)

**0,75** -1,13%<sup>(1)</sup>   
-1,36%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,47** -0,87%<sup>(1)</sup>   
-0,84%<sup>(2)</sup>

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

**0,64** -0,36%<sup>(1)</sup>   
-0,17%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,12** -0,12%<sup>(1)</sup>   
+1,30%<sup>(2)</sup>

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

**13,42** +0,01%<sup>(1)</sup>   
+0,08%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,62** -0,55%<sup>(1)</sup>   
-0,82%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,61** +1,81%<sup>(1)</sup>   
+1,48%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,65** +0,50%<sup>(1)</sup>   
-0,07%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,57** +0,82%<sup>(1)</sup>   
-1,85%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,26** +2,21%<sup>(1)</sup>   
+0,46%<sup>(2)</sup>

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

**0,40** +2,65%<sup>(1)</sup>   
+1,25%<sup>(2)</sup>

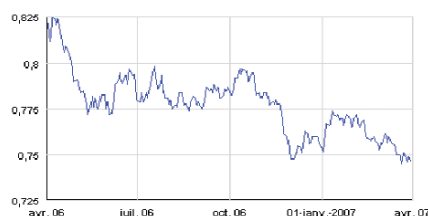
## SEK/EUR (Suède)

**0,11** -0,99%<sup>(1)</sup>   
-3,36%<sup>(2)</sup>

- (1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2006  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25 %  
par rapport à l'Euro

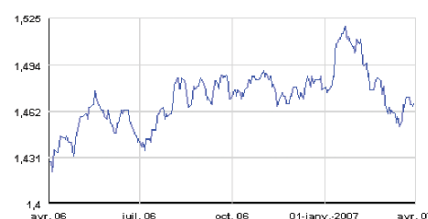
## USD/EUR

Le cœur des marchés balance entre espoir et crainte en ce qui concerne la santé de l'économie américaine. L'inflation encore bien présente d'un côté et, de l'autre, une économie faiblissante rendent difficile le choix de la banque centrale en matière de fixation de ses taux. En l'absence d'un grand ralentissement économique, les taux d'intérêt devraient rester stables. Quoi qu'il en soit, le différentiel de taux d'intérêt entre le dollar et l'euro devrait continuer à se réduire, ce qui devrait peser sur le billet vert.



## GBP/EUR

A l'instar du consommateur américain, les ménages anglais ont découvert les possibilités offertes par le refinancement de leur crédit hypothécaire qui leur permet de dégager de nouvelles ressources pour consommer davantage. Ils profitent ainsi de la forte augmentation de la valeur de leur maison pour emprunter un montant plus important. Entre temps, la production industrielle a faibli en mars. La hausse des taux d'intérêt à court terme semble donc commencer à peser sur l'activité industrielle. Cela devrait convaincre la Banque centrale britannique de ne plus relever le loyer de l'argent, ce qui, en soi, pourrait peser sur le cours de la livre.



## CHF/EUR

La banque centrale suisse adopte une politique monétaire prudente vis-à-vis de l'inflation attendue. Elle va probablement bientôt augmenter ses taux à court terme.



## NOK/EUR

La combinaison de la hausse des prix pétroliers et de la perspective d'une hausse des taux d'intérêt soutient la couronne norvégienne.



## JPY/EUR

Le Yen est retombé à son niveau précédant la panique concernant un possible délestage des positions en "carry trade" (i.e. investissement en devise financé par un emprunt en yen). Vu la faiblesse des taux d'intérêt au Japon, il ne parvient pas à gagner du terrain face à l'euro.



## AUD/EUR

Le rebond du prix de plusieurs matières premières s'est poursuivi en mars. Simultanément, les attentes en matière de taux d'intérêt sont haussières. Ces deux facteurs ont soutenu le dollar australien.



# Euro-Obligations

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

Sans surprise, la Banque centrale européenne a relevé le loyer de l'argent d'un quart de point lors de sa réunion du 8 mars. Son principal taux directeur s'élève dorénavant à 3,75%. Au vu de la relativement bonne conjoncture européenne et de la forte croissance monétaire dans la zone euro, le marché s'attend à une hausse de taux supplémentaire dans le courant du deuxième trimestre. La tendance est par contre moins claire pour la suite : poursuite du durcissement monétaire ou stabilisation ? Nous approchons sans doute tout doucement du terme du cycle de relèvement des taux courts en Europe.

Outre-atlantique, la Réserve fédérale américaine campe sur ses positions. Elle n'a pas modifié son principal taux directeur lors de sa réunion du 21 mars. Rappelons qu'il n'est bien sûr pas question ici de relever le loyer de l'argent, aujourd'hui à 5,25%, mais bien d'envisager une éventuelle baisse. Le marché n'attend cependant pas celle-ci avant le troisième voire le quatrième trimestre de cette année. A moins, bien sûr, que les faiblesses du marché

immobilier américain ne menacent la consommation des ménages, auquel cas, nous pouvons compter sur la Réserve fédérale pour agir promptement.

Côté obligataire, les rendements se sont, dans un premier temps, quelque peu détendus, durant le mois écoulé, suite aux craintes d'un accroissement des risques de récession aux Etats-Unis. Ils se sont toutefois ensuite rapidement redressés en euro dans le sillage de prévisions conjoncturelles encourageantes pour l'ensemble de l'Union économique et monétaire. Ils terminent le mois grosso modo inchangés à un peu plus de 4% à 5 et 10 ans en euro. Ils restent en léger retrait en dollar à 4,55% et 4,65% respectivement 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.leleux.be](http://www.leleux.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)

**3,8290%** +10,40 <sup>(1)</sup>   
 +166,50 <sup>(2)</sup>

## EUR (10 Ans)

**4,0590%** +10,20 <sup>(1)</sup>   
 +37,60 <sup>(2)</sup>

## USD (3 Mois)

**5,0280%** -9,60 <sup>(1)</sup>   
 +280,60 <sup>(2)</sup>

## USD (10 Ans)

**4,6520%** +8,60 <sup>(1)</sup>   
 +43,00 <sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2006 en points de base

## Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Rabobank Ned.	4,125%	04/04/2012	100,40	4,04%	Aaa	04/04
USD	B.N.G.	4,750%	03/04/2009	100,75	4,35%	Aaa	04/04
USD	Eurofima	5,000%	03/04/2017	100,40	4,95%	Aaa	03/04
USD	I.C.O.	5,000%	10/04/2017	100,55	4,93%	Aaa	10/04

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Citigroup	3,625%	28/03/2011	98,50	4,04%	Aa1
EUR	GE Cap Euro Fund	3,500%	14/02/2013	96,85	4,11%	Aaa
EUR	Goldman Sachs	4,000%	02/02/2015	96,68	4,51%	Aa3
EUR	Ned. Waterschapbk	3,875%	17/02/2020	96,50	4,23%	Aaa
NOK	Rabobank Ned.	3,250%	01/03/2010	98,10	3,95%	Aaa
CAD	Total Capital	4,000%	25/02/2011	100,07	3,98%	Aa1
AUD	Rabobank Ned.	5,625%	01/03/2011	97,61	6,33%	Aaa

# Economies

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

## ■ Zone Euro

L'image économique de la zone euro varie peu depuis quelques mois. La confiance économique poursuit sa progression alors que les indicateurs économiques belge et allemand s'aplanissent lentement.

Certains modèles économiques avancent que la croissance économique dans la zone euro a probablement atteint son sommet durant le quatrième trimestre 2006. Un léger ralentissement de la croissance économique aura donc probablement lieu à partir du premier trimestre de cette année. Cette tendance abonde dans le sens des prévisions de croissance attendues par la Commission européenne (2,4% pour 2007 contre 3,3% pour 2006).

La diminution attendue de la croissance économique n'est pas un drame, puisque celle-ci reste somme toute supérieure à la croissance moyenne de ces 10 dernières années (2,1%).

Tant que l'économie américaine n'entre pas en récession - ce qui, au vu des données actuelles, semble peu probable - un fort ralentissement de la croissance de la zone euro n'est pas au programme.

Un facteur de risque important concerne une éventuelle trop vive appréciation de l'euro face au dollar, qui pourrait, par exemple, être provoquée par un brusque ralentissement économique américain qui pousserait la banque centrale américaine à réduire sensiblement ses taux courts. Ce scénario écarté, la réduction du différentiel de taux d'intérêt entre l'euro et le dollar devrait soutenir notre devise et freiner légèrement la croissance économique.

## ■ Japon

Pour la première fois en 15 ans, le prix des terrains a augmenté au Japon. L'augmentation s'élève à 0,4% sur une base annuelle. Sans être vigoureuse, elle a au moins le mérite de confirmer la tendance entamée en 2005. Dans les trois plus grandes villes, l'augmentation atteint même 3,8%.

La production industrielle a progressé de 4% ces 12 derniers mois. Cette augmentation semble avoir atteint son point culminant. Une légère baisse de la production industrielle est attendue dans les prochains mois suite à un niveau de stocks plutôt élevé et un léger ralentissement économique aux Etats-Unis.

## ■ Etats-Unis

Ce mois-ci, l'indicateur de sentiments confirme ce que nous suspicions le mois dernier concernant le marché immobilier, à savoir que celui-ci va vraisemblablement rester faible un long moment encore (e.g. la tendance reste baissière dans le secteur de la construction de maisons neuves). Parmi les variables de l'indicateur, la croissance attendue dans le futur chute le plus.

Le secteur immobilier attendait le mois de février, qui marque le début de la nouvelle saison d'achat. Celle-ci débute largement en deçà des prévisions. En effet, les mois de février et de mars constituent généralement une bonne indication de l'évolution du marché pour l'année en cours. Beaucoup d'entrepreneurs prévoient à présent une reprise en 2008.

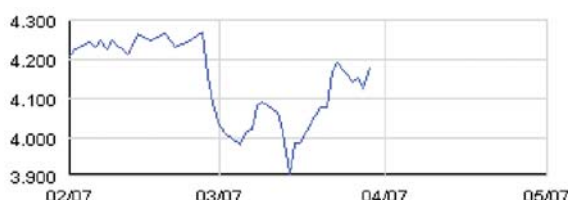
A cela s'ajoutent la mini-crise dans le secteur du crédit hypothécaire à haut risque ("subprime loans"). Du fait de la forte hausse du prix des maisons, beaucoup de familles financièrement plus fragiles ne parviennent à se procurer une habitation qu'à des taux d'intérêt fort élevés (pour en outre couvrir de grands montants empruntés). Jusqu'à présent, les institutions qui accordaient ces emprunts tablaient sur une augmentation continue du prix des maisons qui leur assurerait de recouvrer les fonds prêtés en cas de défaut des ménages. L'arrêt de la hausse du prix de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis a mis un terme à ces espoirs. La titrisation de ces prêts hypothécaires a contribué au développement de telles pratiques. Heureusement pour le secteur bancaire, elle a également permis de répartir le risque sur un grand nombre d'investisseurs tiers. Le risque systémique de faillites bancaires en cascade est donc pratiquement nul.

# Marchés boursiers

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

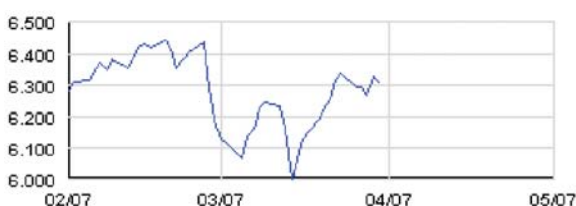
## DJ Euro Stoxx 50

Comme en février, les rumeurs de restructuration et de reprise ont fait grimper les cours de ABN Amro (+22%) et de DaimlerChrysler (+21%). Alcatel-Lucent a souffert de la lenteur de la progression de la fusion. La pression politique pour freiner les licenciements se poursuit. Le cours a perdu 6% en mars. Les mauvais résultats au quatrième trimestre ont fait perdre 5% à l'action Deutsche Telekom.



## FTSE 100

L'offre de reprise d'Alliance Boots a propulsé le titre de 29%. Sous la pression d'un actionnaire important, Cadbury-Schweppes a l'intention de se diviser en deux (+20%). L'accord "open-skies" (littéralement "ciels ouverts") signifierait plus de concurrence pour British Airways. Les investisseurs apprécient guère l'incertitude et précipitent le cours de 8%. Wolsley, également actif dans le secteur de la construction aux Etats-Unis, n'est pas immunisé contre la faiblesse du marché immobilier américain (-8%).



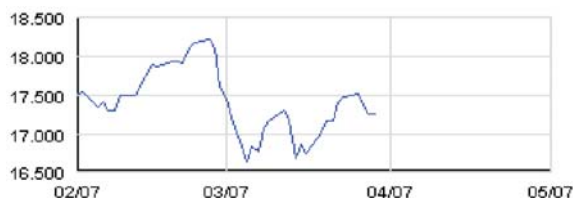
## S&P 500

Les progrès effectués dans la réduction des frais liés aux plans de pension et de santé ont soutenu Goodyear (+19%). Les problèmes persistants sur le marché immobilier américain mettent à nouveau la pression sur le cours des plus grandes entreprises de bâtiment (e.g. Lennar et KB Homes : -14%).



## Nikkei 225

L'offre de reprise de Citigroup sur Nikko Cordial a propulsé cette dernière de 38% en bourse. Japan Steel profite, en tant que fournisseur de Mitsubishi Heavy, d'un ordre que ce dernier a reçu pour la création d'un réacteur nucléaire aux Etats-Unis. Le cours a gagné 26%. Le cours de Nippon Paper a souffert de la révision à la baisse de la recommandation d'un broker japonais sur la valeur (-10%).



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Ventes au détail	0,5%	-1,0%	04/04
USA	Indicateur du sentiment des professionnels du secteur service	55,0	54,3	04/04
USA	Taux de chômage	4,6%	4,5%	06/04
JAP	Décision taux d'intérêt Banque du Japon	0,50%	0,50%	10/04
EMU	Décision taux d'intérêt BCE	-	3,75%	12/04
EMU	Indice des prix à la consommation	-	0,3%	16/04
USA	Ventes au détail (hors automobiles)	-	-0,1%	16/04
USA	Indicateur du sentiment des professionnels de l'industrie	-	36,0	16/04
USA	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	0,2%	17/04
EMU	Belgique : confiance des entreprises	-	1,4	24/04
EMU	Allemagne : indicateur de confiance	-	103,2	25/04
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,1%	25/04
JAP	Ventes au détail	-	-0,9%	27/04
JAP	Indice des prix à la consommation	-	-0,3%	27/04
USA	Produit intérieur brut	-	2,5%	27/04
EMU	Confiance économique	-	111,2	30/04
USA	Indicateur de confiance des professionnels de l'industrie	-	50,9	01/05

# Analyses de valeurs

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

## ■ Ascencio (ASC - Euronext Bruxelles) - Sicafi - 56,00 EUR

### ■ Profil

Le portefeuille immobilier d'Ascencio résulte des apports du groupe Mestdagh, de Fortis Insurance Belgium et de cinq autres apporteurs, en plus de nombreuses acquisitions.

Les immeubles en portefeuille, essentiellement de type "retail", sont principalement situés en Wallonie et représentent une surface totale de presque 194.000 m<sup>2</sup>.

Au 31 octobre 2006, le portefeuille se répartissait comme suit (valeur des investissements de 175 millions EUR) :

■ Commerces :	80,1%
■ Semi-industriel :	12,2%
■ Bureaux :	7,3%
■ Résidentiel :	0,4%

60% des bâtiments se situent en Wallonie, avec une forte concentration dans la province du Hainaut (37%).

Cependant, 72% des contrats de location ont une durée de vie d'au moins 5 ans, ce qui offre une grande stabilité à Ascencio.

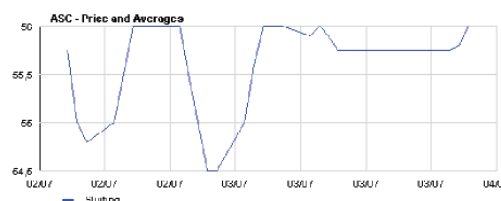
### ■ Résultats et perspectives

Grâce au faible taux d'endettement de 20%, la sicafi a encore beaucoup de possibilités de croissance avant qu'elle n'atteigne le maximum légal de 65%. Au rythme planifié de 20 millions EUR d'investissements par an, nous estimons que cette limite ne serait atteinte qu'en 2018.

Actuellement, le rendement locatif brut de son portefeuille est 7,3% (très bon), à comparer avec un taux de financement planifié de 4,5%. Ascencio bénéficie donc d'un "spread" brut de 2,8% (7,3% - 4,5%).

Les investissements futurs généreront probablement un rendement inférieur. Ainsi, Ascencio a récemment repris le magasin Décathlon à l'A12 dans la province d'Anvers pour un rendement locatif brut de seulement 6%.

Le "spread" ne s'élève donc plus qu'à 1,5% et constitue un meilleur indicateur du rendement des investissements futurs.



### ■ Notre opinion

Ascencio indique que sa niche de marché connaît à la fois une forte demande et une offre limitée. Elle se retrouve alors assise entre deux chaises : d'une part, son portefeuille actuel est très intéressant, d'autre part, elle trouvera difficilement de nouveaux bâtiments à des conditions aussi intéressantes que par le passé.

L'introduction en Bourse s'est faite à des conditions intéressantes (7% de prime sur la valeur intrinsèque, comparés aux 16% chez Intervest Retail et en moyenne 34% pour les agents immobiliers belges). L'action a entre-temps rattrapé son retard de valorisation par rapport à ses pairs et cote à présent avec une prime de 20%. Nous n'achèterions pas, à moins que le cours ne retombe sous les 52 EUR (prime de 11%).

### ■ Analyse fondamentale

Valeur intrinsèque :	46,7 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,2
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	17,3
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	14,9
Rendement brut du dividende :	3,8%
Endettement :	20%
Prochains résultats :	17 mai



## Air Energy (AIR - Euronext Bruxelles) - Energie - 18,15 EUR

### Profil

Air Energy construit et exploite des parcs éoliens en Wallonie. La société a été fondée en 2001.

La capacité installée du groupe s'élève actuellement à 32,5 MW et est répartie sur 3 sites.

L'électricité produite est vendue par contrats à long terme (5-10 années) aux fournisseurs d'énergie (Electrabel, Essent) qui la vendent à leur tour aux utilisateurs finaux.

Puisque l'énergie éolienne n'est pas suffisamment rentable, cette énergie "verte" est subventionnée par le gouvernement régional via des certificats verts. Ainsi, l'électricité produite peut être vendue à un prix bien supérieur au prix du marché.

Ceci donne à Air Energy une rentabilité élevée : la marge brute du cashflow opérationnel (EBITDA/Ventes) dépasse 80% et la marge nette se situe à 15%. La stabilité des cashflows opérationnels permet un financement quasi exclusif par dette : 80% d'emprunts bancaires (taux 5,5%), 19,5% d'emprunts subordonnés (taux 8,5%) et 0,5% de fonds propres.

75% à 80% du chiffre d'affaires sont réalisés par la vente des certificats verts. Ainsi, Air Energy dépend fortement du cadre régulateur.

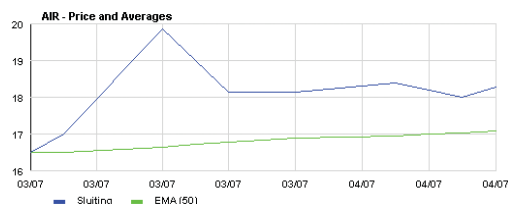
### Résultats et perspectives

Le business plan prévoit une expansion de la capacité installée actuelle (3 sites en exploitation et 2 planifiés) à 119,1 MW en 2012 (combinaison de nouveaux sites et expansion des sites existants).

Le prospectus mentionne qu'Air Energy a déjà identifié suffisamment de projets afin de pouvoir atteindre les objectifs de son business plan.

Selon le prospectus, les capitaux récoltés via l'IPO (environ 10 millions EUR) permettent d'augmenter la capacité de production à 200 MW en 2012, à condition que les sites adéquats soient trouvés.

Le business plan est établi sans tenir compte des fonds récoltés dans l'IPO.



### Notre opinion

Air Energy a bien choisi son entrée en bourse, juste au moment d'un engouement pour les valeurs actives dans l'énergie alternative.

Le prix de l'introduction en bourse (14,2 EUR) valorisait Air Energy en ligne avec ses pairs, ce qui n'est pas bon marché.

D'autre part, le business plan se base essentiellement sur des projets existants et/ou déjà identifiés.

Sous condition d'un cadre régulateur stable, le plus grand risque d'Air Energy nous semble surtout lié à l'exécution des projets déjà identifiés. En particulier, l'obtention des permis nécessaires pourrait constituer un point difficile. Dans le passé, ceci était déjà évident quand Electrabel et des concurrents en Flandre (par exemple à la mer du Nord) étaient retardés voire bloqués. La politique locale est souvent mise sous pression par la population pour contrecarrer de tels projets (cfr le syndrome NIMBY / Not In My Backyard).

Toutefois, le champ d'action d'Air Energy se situe en Wallonie, une région avec une densité de population relativement plus basse qu'en Flandre, ce qui constitue un avantage. Il y a donc moins de risques de résistance locale.

Nous n'achèterions plus Air Energy au cours actuel.

### Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	2,89 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	6,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	36,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	26,0
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	220%
Prochains résultats :	3 septembre

## Fortis (FORB - Euronext Bruxelles) - Services financiers - 33,40 EUR

### Profil

Fortis est un fournisseur intégré de services financiers actif dans la banque et l'assurance. Le groupe propose à des clients particuliers, d'affaires et institutionnels un large éventail de produits et de services, que ce soit par ses propres canaux de distribution ou en collaboration avec des intermédiaires (distribution multi-canaux).

Son bénéfice net de 4,4 milliards EUR en 2006 se répartit entre :

■ Banque :	70%
■ Assurances :	30%

### Résultats et perspectives

Fortis a présenté d'excellents chiffres annuels, d'où il ressort que la bonne tendance du premier semestre se confirme.

Le département "Banques" a augmenté son chiffre d'affaires de 15% à 10,3 milliards EUR. La qualité du bénéfice était également très bonne :  $\frac{3}{4}$  de la croissance revient à l'augmentation de la marge sur taux et à davantage de commissions. Le bénéfice net a augmenté de 29% pour atteindre 3,1 milliards EUR. Grâce à une augmentation des coûts moins rapide (+13%), le ratio coût / revenu est passé de 62,3% à 61,2%.

Le département "Assurances" a connu une croissance plus faible. Le chiffre d'affaires de la branche "Assurance vie" a augmenté de 6% pour atteindre 12,1 milliards EUR. Le bénéfice net a, quant à lui, progressé de 24% à 0,9 milliards EUR. La plus petite branche "Activité Non Vie" a vu son chiffre d'affaires augmenter de 5% à 5 milliards EUR et son bénéfice net de 4% à 0,5 milliards EUR.

Plus intéressant, Fortis ayant déjà atteint ses objectifs de croissance bénéficiaire de 2009, elle a communiqué de nouveaux objectifs. Après avoir visé une croissance bénéficiaire annuelle de 10% pour la période 2004-2009, Fortis table à présent sur une croissance de 12% pour la période 2006-2011.

Le département "Banques" (pour l'instant le département le plus important) devrait supporter le plus gros de la croissance : la branche "Merchant & Private Banking" a un objectif de croissance annuelle de 13% et la branche "Retail Banking" un objectif de croissance annuelle de 11%.

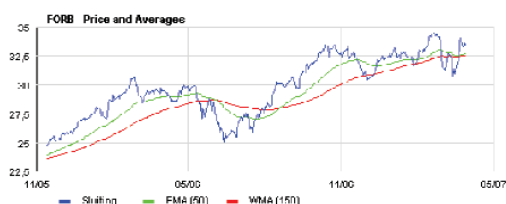
Le département "Assurances" a un objectif de croissance de 9%.

Fortis pense atteindre cette croissance en optimisant

les activités existantes et en les développant. La croissance externe - qui promet d'être très sélective - n'entre pas en compte dans ces objectifs.

Le groupe mise sur un rendement de ses fonds propres de minimum 18,5%. En 2006, celui-ci s'est élevé à 22% comparé à la moyenne historique sur 10 ans de 17%.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes pour 2007 et 2008 ont augmenté de presque 2% au cours du mois écoulé.



### Notre opinion

Les objectifs à long terme sont ambitieux mais semblent, au vu du track-record, réalisables. Le département "Banques" devrait ainsi peser davantage dans le groupe à l'avenir, de sorte qu'à long terme, la sensibilité de Fortis aux cycles économiques devrait baisser.

Fortis a augmenté son dividende brut de 21% pour porter celui-ci à 1,4 EUR par action, ce qui, au cours actuel, offre un beau rendement de 4,2%.

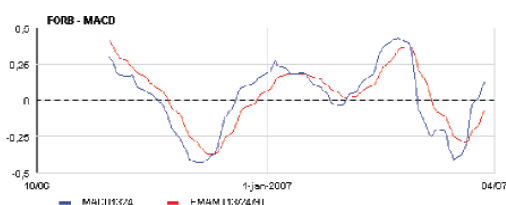
Vu les prévisions encourageantes et le rendement sur dividende intéressant, nous restons acheteurs pour le moyen et le long termes en dessous de 35 EUR l'action.

### Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	16,0 EUR
Valeur actifs nets tangibles :	14,2 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	10,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	9,7
Rendement brut du dividende :	4,2%
Prochains résultats :	11 mai

### Analyse technique

Le 26 mars, le MACD de court terme a généré un signal d'achat. Pour l'instant, l'indicateur RSI reste en dehors de la zone de sur-achat, ce qui soutient l'image technique positive.





## ■ Tessenderlo (TESB - Euronext Bruxelles) - Matériaux - 35,97 EUR

### ■ Profil

Tessenderlo est un groupe chimique diversifié qui se focalise sur les produits de niche et est présent dans 21 pays.

Le groupe compte 8.300 employés et est divisé en 3 catégories de produits : Produits Chimiques (entre autres les sulfates, la soude, le PVC), Produits Spéciaux (entre autres les matières premières pour le secteur pharmaceutique) et les Plastiques Convertibles (les produits finis tels que des tuyaux et des chambranles de fenêtre en PVC). Les produits de Tessenderlo sont utilisés dans le secteur alimentaire, les produits pharmaceutiques, la purification de l'eau, l'agriculture, etc.

En 2006, le bénéfice opérationnel brut se répartit comme suit (72,3 millions EUR) :

■ Produits chimiques :	34%
■ Produits spéciaux :	6%
■ Transformations Plastiques :	60%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats du quatrième trimestre de 2006 ont montré les premiers fruits du programme de restructuration. Le groupe a su également répercuter la hausse du prix des matières premières dans plusieurs de ses divisions.

Dans la division "Produits chimiques", le chiffre d'affaires a progressé de 4,1% pour atteindre 241 millions EUR et le bénéfice opérationnel brut de 172% pour atteindre 15,8 millions EUR. Suite à cela, la marge bénéficiaire opérationnelle brute est passée de 2,5% à 6,5%. La division Chloor-Alkali a utilisé en septembre une nouvelle unité d'électrolyse plus efficace, ce qui a propulsé Tessenderlo au premier rang des producteurs européens dans cette niche.

La division "Transformations plastiques" a augmenté son chiffre d'affaires (+4,7% pour atteindre 186 millions EUR), mais n'a pas réussi à rehausser son bénéfice opérationnel brut. Ce dernier a diminué de 10% à 14,9 millions EUR, de sorte que la marge opérationnelle brute a baissé de 9,3% à 7,9%. Les problèmes se situent clairement dans la sous-division Compounds, où la demande de l'industrie de la chaussure a encore diminué.

La plus petite division "Produits spéciaux" souffre de la sévère concurrence en provenance d'Asie et de la hausse du prix des matières premières. Son chiffre d'affaires a diminué de 2,9% à 136 millions EUR. Son exercice se solde par une perte de 1,7 millions EUR contre un bénéfice opérationnel brut de 9,3 millions un an auparavant. La sous-division Chimie fine a été réorganisée suite à la fermeture et à la restructuration de fabriques au Royaume-Uni et en Italie.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes pour 2007 et 2008 ont augmenté ce mois-ci de respectivement 11% et 5%.



### ■ Notre opinion

Une évolution importante concerne l'augmentation des réductions de coûts de 30 millions EUR avant 2008 à 50 millions par an en 2008. Il s'agit d'un montant très important comparé au bénéfice opérationnel brut récurrent de 72,3 millions EUR qui était prévu en 2006.

Tessenderlo a également mené une enquête stratégique en profondeur auprès de ses différentes sous-divisions. Après la vente en février de sa participation dans une joint venture active dans la vente de pétrole pour la somme de 90 millions dollars, il est probable que d'autres cessions de sous-divisions suivent.

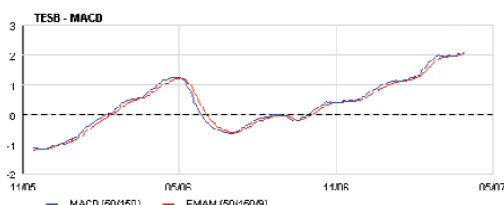
Depuis notre recommandation d'achat dans la revue mensuelle d'avril 2006, le cours de l'action a progressé de presque 15%. Le potentiel de la restructuration en cours et la valorisation relativement basse encouragent encore l'achat pour le moyen terme en dessous de 37 EUR l'action.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	28,4 EUR
Valeur actif net tangible :	26,0 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,3
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	12,8
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	11,8
Rendement du dividende brut :	3,3%
Endettement :	58%
Prochains résultats :	3 mai

### ■ Analyse technique

Le 2 octobre, le MACD de long terme a généré un signal d'achat. Le RSI a quitté la zone de sur-achat, de sorte qu'une pression sur le cours semble improbable à court terme.



## Philips (PHIA - Euronext Amsterdam) - Biens de consommation durables - 28,52 EUR

### Profil

Philips, le plus grand producteur d'électronique en Europe, est principalement actif dans l'appareillage médical, les rasoirs électriques, l'électroménager et l'éclairage. Le groupe compte 159.000 employés.

Le chiffre d'affaires du quatrième trimestre 2006 se répartit comme suit (8,1 milliards EUR) :

■ Systèmes médicaux :	25%
■ Electroménager :	12%
■ Produits pour le consommateur :	40%
■ Eclairage :	18%
■ Autres :	5%

### Résultats et perspectives

Durant le quatrième trimestre 2006, la croissance du chiffre d'affaires organique est retombée à 2,3%, légèrement en dessous des prévisions annuelles de 5% à 6%. Grâce aux trois premiers trimestres exceptionnels, la croissance annuelle a toutefois atteint 6,1%.

Malgré la baisse du chiffre d'affaires de 4% à 3,3 milliards EUR, la division "Produits pour le consommateur" récolte les premiers fruits de sa restructuration et redevient bénéficiaire : la marge bénéficiaire opérationnelle brute est passée de 6,7% à 7,9% pour un bénéfice de 259 millions EUR. A cause de la surcapacité persistante dans le marché des télévisions plates, le premier trimestre 2007 sera toutefois difficile. En outre, la restructuration de la l'activité téléphonie mobile s'éternise. Au bout du compte, Philips mise, pour sa division "Produits pour le consommateur", sur une marge bénéficiaire opérationnelle brute de 3% en 2007.

La division "Systèmes médicaux" a vu son chiffre d'affaires progresser de 7% à 2,1 milliards EUR et son bénéfice opérationnel brut monter à 373 millions EUR, de sorte que sa marge bénéficiaire est passée de 14,4% à 18%.

Au total, les quatre activités centrales du groupe Philips ont amélioré leur marge bénéficiaire opérationnelle brute de 11,2% à 12,3%.

Durant l'assemblée générale des actionnaires le 29 mars 2006, Philips a répété sa prévision d'une croissance pour 2007 supérieure à son objectif actuel (6% de croissance organique du chiffre d'affaires) et a légèrement revu à la hausse sa marge bénéficiaire opérationnelle brute attendue ("au dessus de 7,5% " au lieu de "entre 7% et 8%"). Donc, malgré la faiblesse de la marge bénéficiaire des "Produits pour le consommateur" (3%), Philips est pratiquement sûr d'atteindre son seuil exigé de rentabilité.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes ont baissé de respectivement 10% (2006) et 6% (2007) durant le mois écoulé. La vente imminente de la section "Semi-conducteurs" est responsable de cette chute.



### Notre opinion

Vu l'importance de la division "Produits pour le consommateur", la réussite de la restructuration en cours aura un impact significatif sur les résultats du groupe.

Philips va augmenter son dividende de 36% jusqu'à 0,60 EUR par action et distribuera dorénavant une partie plus importante de son bénéfice (40%-50% contre 35% précédemment). En outre, la structure de capital sera optimisée dans les 2 à 3 ans par le biais de reprises et de rachat d'actions.

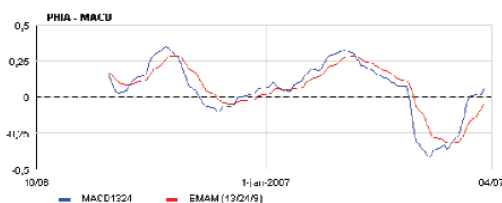
Bien que le cours ait progressé de 11% depuis notre recommandation d'achat dans notre revue mensuelle de septembre 2006, l'action reste bon marché et attractive pour un placement à moyen terme.

### Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	20,8 EUR
Valeur actif net tangible :	14,4 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,4
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	19,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	16,0
Rendement brut du dividende :	2,1%
Endettement :	17%
Prochains résultats :	16 avril

### Analyse technique

Le 26 mars, le MACD a généré un signal d'achat. Le RSI se trouve actuellement proche de la zone de sur-achat, ce qui pourrait freiner la hausse du cours.



# Gestion de Fortune

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

Depuis notre dernier point de la situation dans notre revue mensuelle de février (datée du 31 janvier 2007), les marchés se sont montrés plus nerveux que ce à quoi ils nous avaient habitués depuis l'été dernier. Cette nervosité s'est bien sûr matérialisée par davantage de volatilité. Elle a été provoquée, dans un premier temps, par un haussement de ton des autorités chinoises à l'égard de la spéculation domestique en bourse et, dans un deuxième temps, par des craintes relatives à un accroissement du risque de récession aux Etats-Unis suite aux déconvenues de quelques banquiers spécialisés dans le crédit hypothécaire à haut risque (voir la rubrique Economie). Si l'on ne sait pas aujourd'hui mesurer précisément l'impact de cette crise sur le moral du consommateur américain et la capacité de ce dernier à consommer, il nous semble en tous cas que les craintes de récession aux Etats-Unis sont actuellement exagérées.

Côté bourse, le rendement généré par les bénéfices attendus des sociétés s'élève aujourd'hui à 8,15% en Europe (chiffres pour l'indice DOW JONES EURO STOXX 50®), ce qui, sans constituer un record historique, est appréciable. Surtout, il n'y a pas d'alternative financièrement attractive aux placements boursiers (le fameux effet TINA des anglo-saxons, pour 'there is no alternative'). En effet, à 4,06% le taux sans risque à 10 ans, un placement obligataire en euro promet de rapporter la moitié du rendement bénéficiaire d'un placement en actions. En particulier, l'écart entre ce rendement bénéficiaire et le taux d'intérêt réel à 10 ans (i.e. déduction faite des anticipations en matière d'inflation) se situe à un niveau historiquement très attractif. Le risque est donc, comme il l'a été durant ces quatre dernières années, particulièrement bien rémunéré. L'évanouissement des craintes de récession, toutes autres choses restant égales, devrait dès lors, selon nous, permettre aux bourses de reprendre leur chemin haussier.

## Ecart entre le rendement bénéficiaire du DOW JONES EURO STOXX 50® et le taux d'intérêt réel à 10 ans en euro



En conséquence, nous ne modifions pas notre stratégie d'investissement (voir notre revue mensuelle de février pour la répartition stratégique des différentes catégories de placements, inchangée depuis). Nous maintenons la sur-pondération en actions. Nous restons neutres en obligations. Pour les réinvestissements obligataires, nous nous montrons opportunistes et n'envisageons pas d'acheter tant que les taux ne dépassent pas la barre des 4% en euro.

En ce qui concerne les valeurs individuelles, la plus grande volatilité des bourses a donné lieu à quelques arbitrages dans les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion.

Le 21 février, nous avons vendu la position en Energias de Portugal après que l'action ait rattrapé son retard de valorisation par rapport à ses pairs sectoriels. Nous avons réinvesti le produit de cette vente dans Fortum, qui, elle, affiche une décote par rapport à ces mêmes pairs.

	Capi. / F.P. <sup>(1)</sup>	Capi. / Bén. <sup>(2)</sup>	Perfo. depuis le 18.10.2006
EDP	2,77	16,72	23,4%
Fortum	2,33	15,04	-3,3%
Moyenne sectorielle	2,58	17,3	10,3%

Dans le secteur bancaire, ABN Amro a profité de rumeurs de reprise pour combler sa sous-évaluation. Nous avons donc procédé à son arbitrage le 9 mars dernier au profit de Depfa Bank en Allemagne, nettement moins chère.

	Capi. / F.P.	Capi. / Bén.	Perfo. depuis le 22.05.2006
ABN Amro	2,10	11,48	30,7%
Depfa	1,50	8,68	4,9%
Moyenne sectorielle	1,99	12,4	18,1%

Enfin, dans le secteur technologique, nous avons vendu STMicroelectronics au profit de Alcatel-Lucent le 14 mars dernier. Le fabricant de puces électroniques devenait sensiblement plus cher que l'équipementier télécom en terme de ratio capitalisation / bénéfices pour un même ratio capitalisation / fonds propres, particulièrement attractif. Le potentiel de revalorisation d'Alcatel-Lucent dépendra bien sûr des synergies qui se dégageront progressivement de sa fusion récente.

	Capi. / F.P.	Capi. / Bén.	Perfo. depuis le 7.09.2006
STMicroelectronics	1,33	20,27	15,3%
Alcatel-Lucent	1,32	15,50	-3,3%
Moyenne sectorielle	2,41	17,6	4,8%

<sup>(1)</sup> Capi. / F.P. = Capitalisation boursière / fonds propres

<sup>(2)</sup> Capi. / Bén. = Capitalisation boursière / bénéfices

■ **Samedi 21 avril 2007 : Salon**  
**Salon VFB - Happening**

Langue : Néerlandais  
 Lieu : Anvers  
 Heure : De 9h à 18h30  
 Inscription : Siège de Bruxelles - M. Charles Monteyne - Tél: +32 2 250 12 12

■ **Jeudi 10 mai 2007 : Conférence**  
**Politique de sélection de valeurs en gestion de fortune**

Langue : Français  
 Lieu : Ath  
 Heure : 19h  
 Orateur : François Lefebvre, administrateur de Leleux Associated Brokers  
 Inscription : Agence de Ath - M. Pierre Cauchie - Tél: +32 68 28 36 20

■ **Jeudi 31 mai 2007 : Conférence**  
**La dématérialisation des titres au porteur en Belgique**

Langue : Français  
 Lieu : Liège  
 Heure : 19h  
 Orateur : Olivier Leleux, administrateur délégué de Leleux Associated Brokers  
 Inscription : Agence de Liège - M. Vincent Thoreau - Tél: +32 4 221 23 44  
 - Mme Françoise Thoreau-Pitti - Tél: +32 4 221 23 44

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN – BERCHEM</b>	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
<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 21 93 70
<b>JUMET</b>	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
<b>KNOKKE</b>	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b>	– ST-AMAND St-Amansplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
– DAMKAAI	Damkaai, 4	Tél: +32 56 37 90 80
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b>	– CENTRUM Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
<b>MECHELEN</b>	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
<b>MONS</b>	– BERTAIMONT Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 56 06 70
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TEMSE</b>	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
<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 22 54 05
<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

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 30 mars 2007**