

Edito

Nous vous l'annonçons dans notre revue du mois de novembre : la Chambre des représentants a adopté le 17 novembre dernier le projet de loi portant sur la suppression des titres au porteur. Même si le projet de loi pourrait encore être évoqué par le Sénat, il semble acquis que le particulier dispose désormais de huit années pour déposer ses titres au porteur auprès d'une institution financière. Faut-il pour cela attendre le 31 décembre 2013 pour se conformer à ces nouvelles dispositions légales ? Chez Leleux Associated Brokers, nous répondons par la négative à cette question, et ce pour plusieurs raisons.

En discutant avec les investisseurs, force est de constater que leur préoccupation première face à la disparition du titre au porteur est plus liée à la crainte d'une taxation importante de leur épargne qu'à la disparition matérielle du titre au porteur. En analysant d'un peu plus près leur situation patrimoniale, l'on se rend compte très rapidement que la législation en matière de droits de succession est souvent méconnue par ces mêmes investisseurs, et qu'en conséquence, les estimations des droits de succession qui devront être payés par leurs héritiers sont souvent fortement surévaluées. En troisième lieu, la plupart de ces investisseurs particuliers n'ont jamais songé à une quelconque planification successorale de leur patrimoine et dès lors, n'utilisent pas les nouvelles dispositions légales, notamment les dons enregistrés déjà disponibles en région flamande et en région de Bruxelles-Capitale, et prochainement disponibles en région wallonne. Ils s'exposent de ce fait à l'application maximaliste de la loi, alors que de nombreuses optimisations sont désormais possibles.

Même si notre métier premier reste de vous assister dans vos placements boursiers et paraît éloigné de cette problématique, la majorité de nos chargés de clientèle ont suivi plusieurs formations

portant sur la planification successorale et peuvent de ce fait vous aider à poser un premier diagnostic de votre situation et vous suggérer quelques pistes de réflexion dans l'organisation de votre patrimoine. Ces évolutions significatives de la législation sur les titres au porteur peuvent dès lors être considérées comme une opportunité unique de structurer votre patrimoine et de préparer votre avenir, ainsi que celui de ceux qui vous sont chers.

Face à la disparition des titres au porteur, Leleux Associated Brokers a l'ambition d'être votre partenaire privilégié. Depuis plusieurs années déjà, nous vous proposons un service haut de gamme de dépôts de titres. Là où la plupart des institutions financières vous facturent un droit de garde, notre Maison vous propose gratuitement ce service qui inclut la gestion pour votre compte des paiements de dividendes ou d'intérêts, des remboursements et des opérations sur titres (échanges, OPA, OPE, dividendes optionnels, etc.). De même, nous vous fournissons gratuitement, à la fréquence que vous déterminez (une fois par an, par semestre, par trimestre ou par mois), un relevé valorisé de votre portefeuille, ainsi qu'un échéancier de vos obligations, warrants, options et futures, et une répartition graphique de vos investissements. Finalement, nous vous offrons gratuitement la possibilité de consulter votre portefeuille, avec une valorisation en temps réel, via notre application par Internet, Leleux On Line. Nous sommes persuadés que ces différents outils vous faciliteront considérablement la gestion de votre portefeuille.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous présenter, au nom de notre Conseil d'administration et de l'ensemble de nos collaborateurs, nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour l'An Neuf.

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de EDF	6
	Analyse de AGFA	7
	Analyse de CSM	8
	Analyse de EADS	9
	Analyse de NewTree	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	418,30	+6,12% ⁽¹⁾ ✓ +20,17% ⁽²⁾ ✓
BEL 20 (Belgique)	3.421,74	+4,82% ⁽¹⁾ ✓ +16,68% ⁽²⁾ ✓
CAC 40 (France)	4.600,48	+3,70% ⁽¹⁾ ✓ +20,40% ⁽²⁾ ✓
DAX (Allemagne)	5.194,27	+5,38% ⁽¹⁾ ✓ +22,04% ⁽²⁾ ✓
FTSE (G-B)	5.523,80	+3,88% ⁽¹⁾ ✓ +14,74% ⁽²⁾ ✓
SMI (Suisse)	7.498,70	+6,57% ⁽¹⁾ ✓ +31,71% ⁽²⁾ ✓
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.311,52	+3,43% ⁽¹⁾ ✓ +19,34% ⁽²⁾ ✓
DJII (USA)	10.936,90	+4,76% ⁽¹⁾ ✓ +1,43% ⁽²⁾ ✓
NASDAQ (USA)	2.260,01	+6,59% ⁽¹⁾ ✓ +3,89% ⁽²⁾ ✓
TS 300 (Canada)	11.037,84	+6,30% ⁽¹⁾ ✓ +19,37% ⁽²⁾ ✓
NIKKEI (Japon)	14.784,29	+8,66% ⁽¹⁾ ✓ +28,69% ⁽²⁾ ✓
MSCI World	1.243,00	+4,11% ⁽¹⁾ ✓ +6,30% ⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

Devises

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

Les chiffres clefs des devises

USD/EUR (USA)

0,85 +2,23%⁽¹⁾
 +13,50%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,46 -0,88%⁽¹⁾
 +3,25%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,71 -0,50%⁽¹⁾
 -0,85%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 -0,97%⁽¹⁾
 +4,46%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,04%⁽¹⁾
 -0,30%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 -0,10%⁽¹⁾
 -0,05%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,63 +0,53%⁽¹⁾
 +8,25%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,73 +3,34%⁽¹⁾
 +15,87%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,44 +1,80%⁽¹⁾
 +4,23%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 -1,04%⁽¹⁾
 -9,90%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -0,46%⁽¹⁾
 -2,76%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,86%⁽¹⁾
 -4,82%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
- (2) Différence au 31/12/2004
- (3) Cotation pour 100
- (4) Fluctuation de 2,25 % par rapport à l'Euro

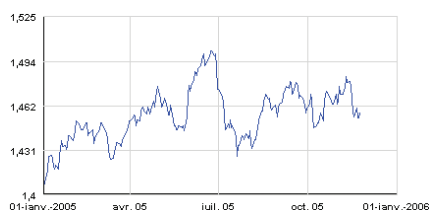
USD/EUR

La Réserve fédérale américaine (Fed) maintient sa politique de hausse continue des taux d'intérêt. Le dollar américain en profite et continue de s'apprécier. Cependant, les opérateurs ont déjà anticipé une légère hausse des taux d'intérêt européens.



GBP/EUR

La banque centrale britannique se retrouve en mauvaise posture, prisonnière entre une croissance économique qui ralentit et une inflation qui accélère. L'inflation ne provenant pas d'une forte croissance économique, une hausse des taux d'intérêt n'aurait quasi aucun effet. La livre sterling en ressort fragilisée et d'autant plus volatile.



CHF/EUR

Le franc suisse nous démontre une fois de plus sa stabilité face à l'euro. L'économie helvétique continue petit à petit à renforcer son intégration au sein de l'économie européenne.



NOK/EUR

Le recul des prix des produits pétroliers influence directement la tenue de la couronne norvégienne.



JPY/EUR

Jusqu'à présent, le yen japonais n'a pas pu profiter de la reprise économique nipponne. Le cours de la devise reste très volatil. Comme l'euro, le yen japonais souffre d'un différentiel de taux d'intérêt avec le dollar américain.



AUD/EUR

Le dollar australien se maintient, soutenu par les prix en hausse des matières premières et par un taux d'intérêt élevé. Mais l'écart de taux avec les Etats-Unis se réduit et la hausse continue du dollar australien arrive probablement à son terme.



Euro-Obligations

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

Si le taux long (10 ans) en euro se situe aujourd'hui au même niveau qu'il y a un mois, à 3,43%, le taux court (3 mois) s'est tendu de quelque 25 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage), à 2,30%. Cette hausse reflète le durcissement de ton de la Banque centrale européenne. Le marché s'attend d'ailleurs à ce que celle-ci relève son taux directeur d'un quart de point à 2,25% lors de sa prochaine réunion le 1^{er} décembre.

En dollar, par contre, le taux long s'est détendu d'un douzaine de points de base, à 4,44%, tandis que la Réserve fédérale relevait son taux directeur d'un quart de point le 1^{er} novembre à 4%. Le marché s'attend à ce que celle-ci réitère ce mouvement lors de sa prochaine réunion le 13 décembre.

Pour les trois mois qui viennent, le marché s'attend à une très légère hausse des taux longs en euro (5 à 10 points de base) et à une hausse plus sensible (40 points de base) en dollar. Cela peut paraître étonnant. Certes l'inflation observée (i.e. passée) est plus élevée aux Etats-Unis que dans l'Union économique et monétaire, mais elle devrait décélérer plus fortement outre-Atlantique.

Les attentes du marché corroborent d'ailleurs cette anticipation. En effet, la politique monétaire américaine devient progressivement restrictive, alors qu'on ne parle que d'un abandon progressif de la politique monétaire expansionniste en Europe. En outre, le taux réel s'est plus vigoureusement redressé en dollar qu'en euro (l'écart s'élève dorénavant à 60 points de base).

Nous pensons donc qu'à moins d'anticiper un net ralentissement économique en Europe (ce que ne corroborent pas actuellement les indicateurs avancés), le marché est soit un peu trop optimiste vis-à-vis des obligations en euro soit un peu trop pessimiste vis-à-vis des obligations en dollar. Les obligations en euro pourraient dès lors se montrer un peu plus volatiles dans les mois à venir, bien qu'à plus long terme, les forces désinflationnistes offriront un soutien au marché obligataire.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,2210% +14,40 ⁽¹⁾ 
+5,70 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,4240% +4,40 ⁽¹⁾ 
-25,90 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

3,9400% +5,00 ⁽¹⁾ 
+171,80 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,4370% -14,60 ⁽¹⁾ 
+21,50 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2004 en points de base

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Carrefour	3,625%	06/05/2013	101,12	3,45%	A1	06/12
GBP	Rabobank Ned	4,625%	31/05/2012	101,23	4,40%	Aaa	30/11
TRY	E.I.B.	10,000%	12/06/2008	100,10	9,90%	Aaa	12/12
USD	Toyota Motor Cr.	4,750%	07/12/2009	100,91	4,50%	Aaa	07/12
NZD	Eksportfinans	7,250%	19/12/2008	101,43	6,71%	Aaa	19/12

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Hypobk in Essen	2,875%	17/08/2010	99,99	2,88%	Aaa
ISK	Kommunalbanken	7,250%	15/11/2010	101,00	7,00%	Aaa
USD	Royal Bk of Canada	4,750%	28/10/2010	100,33	4,67%	Aa2

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'économie européenne n'a pas connu de changements majeurs durant le mois écoulé. Tant les indicateurs économiques nationaux (en Belgique et en Allemagne) que les indicateurs équivalents pour l'ensemble de la zone Euro continuent leur reprise. Il est évident qu'un dollar plus fort joue en faveur de l'Europe. Mais l'effet engendré par des prix plus faibles des produits pétroliers est également un facteur positif pour l'économie européenne.

Le sentiment de confiance des consommateurs montre pour la première fois une forte hausse, mais il est encore trop tôt pour en tirer des conclusions. Le taux de chômage élevé dans certains Etats membres et les réformes importantes à réaliser sur les marchés de l'emploi en Europe seront probablement un obstacle majeur à une forte reprise économique.

L'inflation reste sous contrôle dans la zone Euro. Les forces déflationnistes à l'œuvre dans le monde entier (par le jeu de la concurrence) ont pu, jusqu'à présent, compenser l'augmentation des prix de l'énergie. Si le prix du pétrole poursuit la lente descente, le fantôme de l'inflation pourrait disparaître rapidement et faire place rapidement à la peur de la déflation, à l'instar de la situation économique du début des années 2000. Si, par contre, le prix du pétrole venait à reprendre son mouvement à la hausse, il est fort probable que cette augmentation se traduise cette fois partiellement dans les prix des biens de consommation.

Il est finalement important de déterminer dans quelle mesure un ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, qui sont, rappelons-le, le plus grand consommateur de pétrole au monde, pourrait faire diminuer le prix du pétrole. Jusqu'à présent, il semble que la diminution du prix de l'énergie soit plutôt liée à une correction de marché dans une perspective haussière de long terme.

■ Etats-Unis

A la lecture des indicateurs économiques généraux, il semble bien que l'économie américaine connaisse un ralentissement de sa croissance. Cependant, plusieurs indicateurs plus spécifiques, tels que le sentiment des directeurs des achats, contredisent les indicateurs généraux. Tant dans le secteur des services que dans le secteur industriel, les indicateurs de confiance restent à un bon niveau.

Les effets de la politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale américaine (Fed) devraient commencer à se faire sentir. La banque centrale américaine reste encore assez vague lorsqu'il s'agit de déterminer la fin de sa campagne de hausse des taux d'intérêt. De plus, augmenter trop rapidement les taux courts semble être de plus en plus dangereux, surtout compte tenu des pressions mondiales déflationnistes. La déflation pourrait en effet réapparaître rapidement aux Etats-Unis si les prix du pétrole continuent à baisser dans les prochains mois.

Le sentiment de confiance des consommateurs continue quant à lui à perdre du terrain. Le marché immobilier américain semble avoir atteint son sommet. Associé à une forte hausse des taux d'intérêt à court terme, les familles américaines sont moins enclines à refinancer leurs biens immobiliers pour maintenir leur consommation.

■ Japon

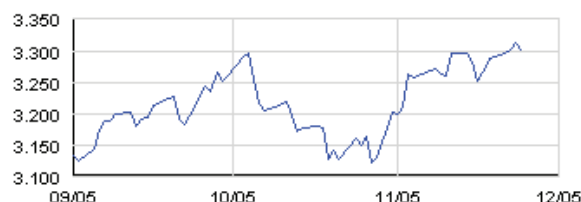
Peu d'informations économiques importantes en provenance de l'archipel nippon ont été publiées durant le mois écoulé. L'inflation, légèrement négative, reste relativement stable.

Marchés boursiers

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

■ DJ Stoxx 50

L'indice européen des 50 plus grandes capitalisations a été marqué par les valeurs de télécommunication qui ont inscrit un de leurs plus mauvais mois. Par contre, les valeurs financières ont réussi à soutenir l'indice européen (Crédit Suisse, ING, UBS).



■ Nikkei 225

Après un mois d'octobre assez mitigé, l'indice nippon des 225 plus grandes capitalisations japonaises a repris sa remontée. A noter du côté des valeurs en recul les valeurs énergétiques.



■ S & P 500

L'indice des 500 plus grandes capitalisations américaines a poursuivi sa hausse durant la période écoulée. Prix du pétrole oblige, ce sont les valeurs pétrolières qui ont connu le plus fort recul, accompagnées par les valeurs du secteur automobile (GM, Ford, Delphi, ...).



■ FTSE 100

A l'instar de l'indice européen, l'indice britannique des 100 plus grandes capitalisations a bénéficié du soutien des valeurs financières. De même, les valeurs de télécommunication ont pesé sur l'indice, Vodafone en tête.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel (ISM)	58,0	59,1	01/12
EU	Décision sur les taux de la BCE	2,25%	2,00%	01/12
EU	Indice des prix à la production de la zone Euro (PPI)	0,4%	0,5%	02/12
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services (ISM)	59,1	60,0	05/12
EU	Ventes au détail	n/a	-0,4%	05/12
JAP	Dépenses des familles	n/a	1,0%	06/12
JAP	Indicateur de confiance des consommateurs	n/a	47,9	12/12
USA	Ventes au détail (sans le secteur automobile)	n/a	0,9%	13/12
USA	Balance commerciale	n/a	n/a	14/12
JAP	Attentes du secteur des industries (Tankan)	n/a	19	14/12
JAP	Attentes du secteur des services (Tankan)	14	15	14/12
USA	Indice des prix à la consommation sans énergie et alimentation (CPI)	n/a	n/a	15/12
EU	Indice des prix à la consommation (CPI)	n/a	n/a	16/12
USA	Indice des prix à la production sans énergie et alimentation (PPI)	n/a	-0,3%	20/12
USA	Sentiment de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	n/a	n/a	23/12
JAP	Indice des prix à la consommation sans alimentation fraîche (CPI)	n/a	0,0%	27/12

Analyses de valeurs

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

■ EDF (EDF – Euronext Paris) – Services aux collectivités – 31,37 EUR

■ Profil

Electricité de France (EDF) est une des entreprises d'électricité les plus importantes au monde. Fin de l'année dernière, EDF était présente dans 22 pays, comptait 161.310 employés et avait une capacité de production mondiale de 125 Gigawatt/heure (à titre de comparaison, Electrabel dispose d'une capacité mondiale de 28 Gwh).

L'électricité générée par EDF provient des méthodes suivantes :

■ Energie nucléaire	74%
■ Thermique (gaz, charbon, huile)	17%
■ Energie hydraulique	8,9%
■ Energies renouvelables	0,1%

■ Résultats et perspectives

EDF a récemment fait ses premiers pas en bourse. L'introduction a connu un succès plus important auprès des investisseurs particuliers qu'auprès des investisseurs institutionnels. 5 millions de particuliers français détiennent quasiment 69% du total des actions attribués, et ce en lieu et place des 50% prévus. Le succès mitigé auprès des institutionnels indique que ces derniers considéraient la valorisation d'EDF comme étant un peu trop élevée lors de son introduction en bourse.

Lors du premier trimestre 2005, EDF a réalisé un chiffre d'affaires de 25,2 milliards d'euros, en hausse de 6,6%, et un bénéfice net de 2,1 milliards d'euros, en hausse de 24%. Sans tenir compte des éléments exceptionnels, le bénéfice net de l'entreprise a connu une augmentation de 6,1%.

Près des trois quarts de l'électricité produite par EDF provient de l'énergie nucléaire, ce qui se traduit par un coût de production très intéressant. EDF a donc des frais de production relativement stable, mais est limitée dans l'augmentation de ses tarifs au rythme de l'inflation. Le profil de risque du groupe est dès lors bien plus bas que celui de Gaz de France qui dépend fortement du prix du pétrole. Le prix de

l'uranium a naturellement fort monté ces derniers temps, mais grâce aux contrats signés à long terme, l'impact de cette hausse de prix est resté limité jusqu'à ce jour.

Contrairement à sa présence mondiale, 96% du bénéfice net du groupe est réalisé en Europe et 61% est généré en France. Le risque de change est donc fortement limité.

■ Notre opinion

Le grand succès de l'introduction en bourse de Gaz de France a rendu l'état français fort gourmand. Le prix retenu pour l'introduction en bourse d'EDF, soit 33 euros, se situait dans le haut de la fourchette de prix, fixée entre 29,5 euros et 34,1 euros. Cette estimation nous paraît trop élevée et nous pensons que le cours descendra au minimum vers les 29,50 euros. Ne perdons pas de vue qu'EDF n'a pas prévu de distribuer de dividende. Le plan d'investissement quinquennal de 40 milliards d'euros ne laisse en effet que peu de possibilités de cash-flows en faveur des actionnaires.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	10,6 EUR
Valeur actif net tangible :	non disponible
Ratio cours/ Valeur comptable :	3,0
Ratio Cours/Bénéfice (2005) :	3,7
Ratio Cours/Bénéfice (2006) :	non disponible
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	58%
Prochains résultats (2005) :	non disponible

■ Analyse technique

L'analyse technique se basant sur 500 jours de cours de bourse, nous ne pouvons obtenir de résultats sur le titre EDF, ce dernier ayant été introduit en bourse le 21 novembre dernier.

■ AGFA (AGFB – Euronext Bruxelles) – Technologie – 16,94 EUR

■ Profil

Agfa-Gevaert produit des appareils d'imagerie médicale, des infrastructures d'impressions pre-press et offset, ainsi que des films photographiques (cinéfilms, microfilms et films pour la recherche sur les matériaux indestructibles). La division AgfaPhoto, anciennement dénommée Consumer Imaging, a été vendue l'année dernière.

Le chiffre d'affaires s'est établi en 2005 à 132 millions d'euro et se répartit comme suit :

■ Soins de santé :	60%
■ Systèmes graphiques :	36%
■ Produits spéciaux :	4%

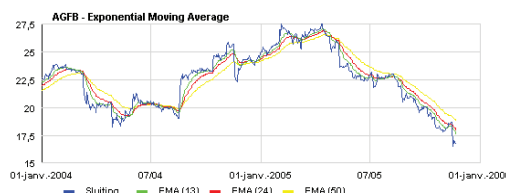
■ Résultats et perspectives

Les résultats du troisième trimestre ont surpris négativement le marché. Cette contre-performance est liée aux frais engendrés par la faillite d'AgfaPhoto. En effet, peu après sa revente l'année dernière, la division AgfaPhoto a déposé son bilan. Agfa a dès lors été tenue responsable d'un certain nombre des dépenses de son ancienne filiale (principalement des coûts de nettoyage et de remise en état de l'espace occupé par AgfaPhoto). De plus, les avantages fiscaux attendus suite à la revente de la filiale ne pourront pas être réalisés immédiatement. Au total, les frais exceptionnels liés à AgfaPhoto s'élèvent à 109 millions d'euros.

Ce n'est malheureusement pas la seule mauvaise nouvelle. Au niveau du groupe, le chiffre d'affaires a reculé de manière organique de 2,6% (hors impacts des taux de change, des reprises et des désinvestissements). C'est surtout le chiffre d'affaires de la division Soins de santé qui a connu un recul significatif, en s'établissant à 296 millions d'euros, soit un recul de 11,2%, alors que la division Systèmes graphiques connaissait elle une hausse de son activité de 3,2%. Certes, les deux divisions ont toutes les deux subi une érosion des prix. La division Systèmes graphiques a également dû faire face à une hausse des prix des matières premières, aggravée par la hausse du cours du dollar. Malgré tout, le volume traité par la division a connu une croissance importante.

Le bénéfice brut du groupe a ainsi reculé de 27% à 272 millions d'euros, ce qui a laissé une marge bénéficiaire de 34,3%, contre 39,1% en 2004. La direction reste cependant positive pour l'ensemble de l'année et s'attend à atteindre ses objectifs annuels, principalement grâce à un excellent quatrième trimestre.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2005 et 2006 ont diminué de respectivement 2,3% et 6% durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

La direction s'attend à de bons résultats pour le quatrième trimestre. En effet, la division Soins de santé semble fonctionner nettement mieux, principalement à la suite de nouvelles applications informatiques. Le marché reste relativement porteur pour la division Systèmes graphiques. De plus, les deux divisions ne subissent plus autant les érosions de prix que par le passé. Finalement, les réductions de coûts devraient délivrer leurs premiers résultats.

La direction s'employant à rendre ses deux divisions totalement indépendantes d'un point de vue opérationnel, nous ne serions pas étonnés que le groupe Agfa cesse d'exister à terme, suite à la vente progressive des divisions.

Le recul du cours ces derniers mois a rétabli la valorisation du titre à un niveau plus raisonnable. Compte tenu d'un bon quatrième trimestre, nous sommes acheteurs d'une première position aux alentours de 16 EUR.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	8,7 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	5,9 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	15,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	12,1
Rendement du dividende brut estimé :	3,5%
Endettement :	45%
Prochains résultats :	9 Mars

■ Analyse technique

Le MACD à court terme a marqué un golden cross à la vente le 17 novembre dernier. Depuis lors, les stochastiques sont en zone de sous-évaluation technique. Un trading entre 16 EUR et 19,42 EUR pourrait tenter les investisseurs les plus spéculatifs.

■ CSM (CSM – Euronext Amsterdam) – Produits d'alimentation – 23,00 EUR

■ Profil

CSM (Centrale Suikermaatschappij) est active dans le développement, la production, la vente et la distribution des produits utilisés en boulangerie et des ingrédients utilisés dans l'alimentation (biochimiques sous la marque PURAC). Ses produits les plus importants sont les ingrédients et les produits utilisés en boulangerie (CSM en est le plus gros producteur au niveau mondial), les acides lactiques et le sucre. CSM est principalement active dans les marchés entre professionnels (ingrédients et produits utilisés en boulangerie, acide lactique et sucre) et, dans une certaine mesure, dans les marchés des consommateurs (sucre).

Le groupe est principalement actif en Europe et en Amérique du Nord et a, en outre, des succursales en Amérique du Sud et en Asie. Le chiffre d'affaires, qui s'est établi pour la première moitié de 2005 à 72 millions d'euros, se répartit comme suit :

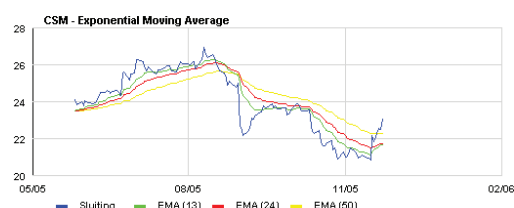
■ Produits boulangerie Europe :	26%
■ Produits boulangerie Amérique du Nord :	41%
■ Produits biochimiques :	17%
■ Sucre :	29%
■ Holding :	-14%

■ Résultats et perspectives

CSM subit momentanément un programme de restructuration. Durant la première phase du programme qui s'étend jusque fin 2007, l'attention de la direction se concentrera sur la diminution des coûts de production, tandis que l'accent sera mis sur la croissance durant la deuxième phase (à partir de 2008). Récemment, certains actionnaires importants ont témoigné de leur impatience. Ces hedge funds, qui représentent ensemble environ un tiers du capital, reproche au nouveau directeur en place depuis 6 mois de ne pas avoir encore communiqué une nouvelle stratégie cohérente pour le groupe. Selon ces actionnaires mécontents, c'est cette absence de stratégie qui retarderait le rétablissement des marges bénéficiaires. CSM y a répondu de manière laconique. Il nous semble que le dernier mot n'a pas encore été dit dans cette affaire.

Il est vrai que les résultats des six premiers mois n'ont pas été brillants. Les résultats de l'entreprise ont diminué de 18,9% pour atteindre 72 millions d'euros. La division Produits biochimiques a connu la plus forte baisse, avec une diminution de près de 48% de son chiffre d'affaires. La division sucre

comporte quant à elle un risque inhérent à son activité : à long terme, sa rentabilité va diminuer du fait de la réduction des subsides européens. CSM devrait dès lors vendre le plus rapidement possible cette division qui représente 29% des résultats de l'entreprise. Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2005 et 2006 ont diminué le mois dernier de respectivement 1% et 3%.



■ Notre opinion

Etant donné le potentiel limité de croissance du titre, CSM ne nous semble pas valorisé à un niveau relativement bon marché. Cela ne signifie pas non plus que le cours de l'action ne va plus monter. Au contraire, nous pensons que, sous la pression grandissante des actionnaires, la direction du groupe va mettre l'accent sur l'augmentation de la rentabilité. Une division des activités de CSM n'est, de plus, pas exclue. La récente décision de la Commission Européenne de diminuer les subsides pour le sucre de 36% à la place des 39% initialement prévus, constitue une nouvelle positive pour la division Sucre de CSM. Au cours actuel, nous sommes acheteurs du titre.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	12,4 EUR
Valeur actif net tangible :	0,6 EUR
Ratio Cours/ Valeur comptable :	1,8
Ratio Cours/ Bénéfice (2005) :	16,7
Ratio Cours/ Bénéfice (2006) :	14,9
Rendement brut du dividende :	3,5%
Endettement :	116%
Prochains résultats :	1 ^{er} Mars

■ Analyse technique

Le MACD à court terme a réalisé le 17 novembre dernier un golden cross à l'achat et est redevenu positif. Les stochastiques sont cependant en zone de surévaluation technique. L'investisseur désireux de tenter un aller-retour entre 20,05 et 23,01 EUR attendra dès lors un recul du titre pour procéder à un premier achat.

■ EADS (EAD – Euronext Paris) – Biens d'équipement – 30,12 EUR

■ Profil

EADS (European Aeronautic, Defence and Space Company) est le plus grand producteur mondial d'avions commerciaux. Le groupe a été créé en 2000 suite à la fusion du français Matra, de l'allemand DASE et de l'espagnol CASA. Un noyau d'actionnaires stables (parmi lesquels se retrouvent l'Etat français et Daimler-Chrysler) contrôle presque 66% des actions. Le groupe EADS compte 111.000 employés.

Le chiffre d'affaires en 2004 s'est établi à 31,8 milliards d'euros et se répartissait comme suit :

■ Avions commerciaux (Airbus) :	64%
■ Système de défense :	21%
■ Navigation spatiale :	8%
■ Autres :	7%

79% du bénéfice opérationnel (2,4 milliards d'euros) ont été réalisés par la division Airbus.

■ Résultats et perspectives

Les résultats pour le troisième trimestre ont été meilleurs que les prévisions et EADS a revu depuis lors ses prévisions pour 2005 à la hausse. Le résultat net a légèrement augmenté pour atteindre 209 millions d'euros (en comparaison des 207 millions d'euros de l'année précédente), alors que le marché attendait une légère diminution à 175 millions d'euros. Le chiffre d'affaires a quant à lui augmenté de 8% pour atteindre 7,4 milliards d'euros. A noter que le carnet de commande d'Airbus a augmenté plus rapidement que le nombre d'avions livrés (augmentation des commandes de 121% en 2005 contre une augmentation du nombre d'avions livrés de 21%).

Momentanément, la concurrence entre le nouvel Airbus A350 et son challenger américain Boeing 787 est à suivre de près. Beaucoup d'observateurs craignent que le A350 ne soit pas assez économique par rapport au 787. Récemment, la International Lease Finance Corp., une des sociétés de leasing d'avions les plus importantes au monde, a estimé que les deux modèles offraient le même niveau d'économie et d'efficacité. Ils ont ainsi commandé 12 appareils A350 pour un montant total de 2 milliards de dollars.

Les attentes bénéficiaires pour l'année 2005 et 2006 ont été revues à la hausse ces 4 dernières semaines de respectivement 2% et 0,1%.



■ Notre opinion

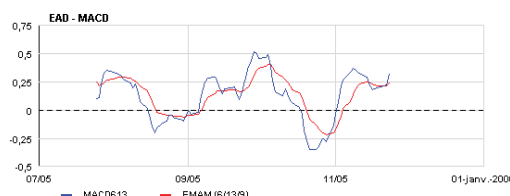
Le titre EADS a connu ces derniers mois une belle progression d'environ 30%. Nonobstant les prévisions de bénéfice pourtant revues à la hausse, nous sommes d'avis que l'action n'est plus bon marché. Aussi, nous préférons attendre avant de procéder à de nouveaux achats. Nous conservons l'action afin de bénéficier de la tendance haussière que connaît actuellement celle-ci.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	20,6 EUR
Valeur actif net tangible :	8,8
Ratio cours/ Valeur comptable :	1,5
Ratio cours/bénéfice (2005) :	18,1
Ratio cours/Bénéfice (2006) :	15,3
Rendement brut du dividende :	1,7%
Endettement :	27%
Prochains résultats (2005) :	9 Mars

■ Analyse technique

Le MACD a donné le 1^{er} novembre un signal d'achat (golden cross). Les stochastiques ont suivi promptement. L'analyse technique est donc positive et inspire l'achat.



■ NEWTREE ¹ (NEWT – Euronext Bruxelles) – Produits Alimentaires – 9,00 EUR

■ Profil

La société belge Newtree est active dans le secteur de l'alimentation fonctionnelle, alimentation qui a non seulement des caractéristiques nutritives, mais aussi une influence favorable sur la santé. Le concept de NewTree est simple et innovateur : créer et commercialiser des produits alimentaires de qualité qui réunissent plaisir du goût et les effets positifs sur la santé.

NewTree est actuellement en cours d'introduction en bourse sur le marché libre d'Euronext Bruxelles en ce début du mois de décembre à un prix de 9 EUR.

En 2004, 55% du chiffre d'affaires ont été réalisés en dehors de la Belgique. En 2005, seul 13% du chiffre d'affaires ont été réalisés à l'étranger.

■ Résultats et perspectives

Le choix du chocolat est stratégique. Le chocolat est un composant alimentaire sain et s'exporte facilement. Plusieurs études ont démontré que le chocolat, qui contient plus de 800 différentes molécules, est un composant alimentaire riche en vitamines, minéraux et fibres. Le chocolat contient également de nombreux éléments stimulants. La réputation du chocolat belge à l'étranger n'est plus à faire, ce qui est un avantage important pour le lancement des produits de NewTree sur le marché de l'exportation.

Le modèle d'entreprise de NewTree repose sur les éléments suivants :

- Investissement en Recherche et Développement (R&D).
- Sous-traitance de la production
- Une stratégie de marketing et de vente ciblée.

Tous les produits de NewTree ont été développés en interne par son équipe de Recherche et de Développement dans laquelle la société a fortement investi depuis sa création. Tout produit a en effet un délai de conception assez long (en moyenne, 12 mois pour les tablettes de chocolat et 15 mois pour les pâtes à tartiner).

Grâce à la sous-traitance de la production des chocolats ainsi conçus, le modèle d'entreprise de NewTree est flexible et extensible, ce qui est un

avantage important pour le développement international.

La spécificité des chocolats de NewTree, qui réside dans des goûts originaux et innovants, impose un marketing ciblé, et ce en particulier dans les points de vente, la presse spécialisée, les salons alimentaires et les sites Internet. Le meilleur exemple de la capacité d'innovation de New Tree réside dans sa pâte à tartiner. Là où les autres pâtes à tartiner au chocolat contiennent plus de 50% de graisses, NewTree a développé une pâte à tartiner à base de lait, faisant de celle-ci un produit unique au monde.

En 2004, le chiffre d'affaires réalisé a augmenté de 46% pour atteindre 1,3 millions d'euros. Le bénéfice net atteint 58.000 EUR, soit une augmentation de 121%.

■ Notre opinion

Depuis sa création en 2001, NewTree a connu une forte croissance, lui permettant d'atteindre sa rentabilité en 2003. La société a été récompensée à plusieurs reprises par des prix internationaux, affirmant la renommée et la qualité de ses produits. L'extensibilité de son modèle d'entreprise lui permet une croissance internationale contrôlée. Dans ce marché naissant, l'intérêt croissant des grands acteurs (tels que Mars et Barry Callebaut) peut se révéler tant positif que négatif : les consommateurs deviendront rapidement conscients des aspects positifs des produits de NewTree, ce qui obligera celle-ci à se distinguer de plus en plus de ses concurrents potentiels qui disposent de budgets de recherche nettement plus importants.

Etant donné son histoire, sa taille et ses phases de développement, il semble évident qu'un investissement dans NewTree est réservé à l'investisseur averti.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	2,64 EUR
Valeur d'actif net tangible :	n/d
Ratio Cours/Valeur comptable :	3,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	40,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	25,6
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	n/d
Prochains résultats :	n/d

¹ Tous les éléments de notre analyse sont basés sur le prospectus d'introduction sur le marché libre de NewTree, tel qu'approuvé par la Commission bancaire, financière et des assurances en date du 15 novembre 2005.

Gestion de Fortune

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

■ Stratégie d'investissement

La prime de risque des actions – européennes en particulier – reste très confortable. Autrement dit, le risque a rarement été aussi bien rémunéré et quitte à en prendre, autant que ce soit aujourd'hui. Or les sociétés publient, globalement, de bons résultats. En Europe, l'ensemble des analystes relèvent d'ailleurs régulièrement leurs prévisions bénéficiaires pour les trimestres à venir (ce n'est pas le cas aux Etats-Unis). En gestion de fortune, nous continuons dès lors à sur-pondérer les actions.

Nous patientons par contre pour prendre position en immobilier. En effet, sur le marché belge, les sicafi se traitent avec une prime moyenne de 15%. Une baisse de l'engouement pour ce secteur (e.g. suite à une hausse des taux réels) pourrait rapidement faire fondre cette prime. Nous pourrions par contre commencer une position en dehors de nos frontières si la (très) légère correction que le secteur connaît actuellement en bourse (recul de 6%) s'accroît quelque peu.

La répartition stratégique des différentes formes de placements pour le profil offensif est la suivante (les poids pivots sont entre parenthèses) :

■ Placements en actions : 55% (50%)

- Actions individuelles 27,5% (25%)
- Actions diversifiées 27,5% (25%)

■ Placements alternatifs : 0% (10%)

- Immobilier 0% (5%)
- Autres 0% (5%)

■ Placements à terme fixe : 45% (40%)

- Obligations 35% (35%)
- Liquidités 10% (5%)

■ Placements diversifiés en actions

Pour rappel, les placements diversifiés en actions consistent en une sélection d'organismes de placements collectifs réunis au sein de la sicav Leleux Invest FoF World Equities (voir le numéro de septembre de notre revue mensuelle). Il s'agit donc d'un fonds de fonds dont les investissements sont diversifiés à travers le monde, les styles de gestion et les gestionnaires. Sur les douze mois écoulés, la valeur nette d'inventaire du fonds s'est appréciée de 22,1%.

■ Placements en actions individuelles

Nous poursuivons notre politique d'achats progressifs conformément à notre approche "Value" (voir le numéro d'octobre de notre revue mensuelle). Quatre nouveaux noms ont fait leur apparition dans les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion durant le mois écoulé. Nous continuons à surveiller plusieurs sociétés qui pourraient rejoindre notre sélection dans les prochaines semaines.

Secteur	Déjà en portefeuille	Nouveaux achats	Sous surveillance
Energie	Repsol OMV		ENI
Matériaux	DSM		Saint-Gobain
Industrie	Schneider Electric		
Biens de consommation durable		Renault Vivendi Universal	PPR Thomson
Biens de consommation courante	Henkel		Delhaize
Soins de santé	Sanofi Aventis		
Banques	Commerzbank Crédit Agricole	Deutsche Bank	Banca Popolare di Milano BNP Paribas
Assurance		Allianz	Aegon
Technologie de l'information	Cap Gemini		STMicroelectronics
Télé-communications	Deutsche Telekom France Telecom		Telecom Italia
Services aux collectivités	E.On		EDP Snam Rete Gas

■ Placements en obligations

Malgré la faiblesse des rendements obligataires, nous ne sous-pondérons pas activement la part des portefeuilles investie en obligations. En effet, la croissance économique reste molle en Europe et la hausse du prix du pétrole ne parvient pas à se traduire en hausse généralisée des prix à la consommation tellement les forces concurrentielles (liées à la globalisation de l'économie) sont fortes. Nous n'anticipons dès lors pas de violente remontée des taux d'intérêt à moyen et long terme. Cependant, comme nous l'expliquons dans notre rubrique 'Euro-obligations', les obligations en euro pourraient se montrer plus volatiles dans les semaines à venir. Nous restons dès lors patients et opportunistes pour investir les portefeuilles sous-investis en obligations qui nous sont confiés en gestion.

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteeweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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

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

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:

le 25 novembre 2005