

Edito

Comme vous l'avez probablement lu dans nos dernières éditions, la première phase de la dématérialisation du titre au porteur est entrée en application le 1^{er} janvier 2008. Cette première phase vise l'interdiction générale de la remise de titres au porteur aux investisseurs particuliers.

Si cette première phase constitue un grand changement pour l'investisseur particulier, elle engendre également des conséquences importantes dans l'organisation des banques émettrices de titres, en particulier les banques émettrices de bons de caisse. En effet, le titre papier disparaissant, un nouveau système de comptabilisation scriptural des titres a dû être mis en place afin de permettre aux banques émettrices de titres de réconcilier et d'assurer la gestion correcte de leurs positions.

Prenons un cas concret. Un investisseur particulier, disposant physiquement d'un bon de caisse émis par la banque X, a déposé il y a plusieurs années son bon de caisse sur son dossier titres tenu par la banque Y. Pour l'investisseur particulier, l'entrée en vigueur de la première phase de la dématérialisation des titres au porteur n'a aucune conséquence : il détient toujours son bon de caisse émis par la banque X auprès de la banque Y. Par contre, la banque Y doit elle mettre en place de nouvelles procédures afin de déposer le bon de caisse émis par la banque X auprès de la banque Y. Ceci implique en pratique que non seulement la banque Y doit modifier ses procédures de réconciliation de sa comptabilité titres en conséquence, mais aussi que la banque X soit prête à comptabiliser les bons de caisse qu'elle a émis par le passé dans sa comptabilité titres.

Depuis le 1^{er} janvier dernier, l'ensemble des institutions financières en Belgique sont en train de procéder à ces ajustements, ce qui a créé un engagement certain auprès de nombreuses institutions financières. Ainsi, la banque X doit ouvrir un compte pour chaque autre institution

financière du pays, et y comptabiliser tous les bons de caisse qu'elle a émis par le passé au fur et à mesure que les différentes banques les présentent pour le dépôt. Jamais dans l'histoire financière de ce pays un tel flux de titres entre institutions financières n'a été enregistré.

Si globalement ces opérations de transferts de titres se déroulent sans encombre, la surcharge de travail que les institutions bancaires rencontrent pour le moment a pour conséquence de retarder quelque peu, et à titre provisoire, les opérations de base que sont les paiements des intérêts et les remboursements du capital. Dans la plupart des institutions financières, les délais de remboursement des effets échus se sont allongés de quelques jours, voire dans certains cas de quelques semaines.

Chez Leleux Associated Brokers, nous devons malheureusement subir à certains moments cette situation, étant les dépositaires pour compte de nos clients particuliers de nombreux bons de caisse et de sicavs. Cependant, depuis plusieurs mois, nous avons tout mis en oeuvre pour assurer un suivi régulier et ainsi réduire au minimum ces nouveaux délais nécessaires pour effectuer les paiements des intérêts, des coupons et des remboursements.

Il s'agit néanmoins d'une situation transitoire, le temps que les différents flux de titres soient digérés par les institutions financières dans tout le Royaume. D'ici le mois d'avril, l'industrie financière belge aura réalisé un exploit, à savoir réorganiser complètement le dépôt et le flux de titres émis en quelques mois.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter au nom du conseil d'administration de Leleux Associated Brokers et de tous nos collaborateurs une excellente lecture de votre Revue Mensuelle.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Colruyt	6
	Analyse de Mitiska	7
	Analyse de Omega Pharma	8
	Analyse de Royal Dutch Shell	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)

438,69 -14,9%⁽¹⁾ ↘
-11,4%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3 633,64 -12,4%⁽¹⁾ ↘
-17,2%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

4 878,12 -13,3%⁽¹⁾ ↘
-12,0%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

6 816,74 -15,5%⁽¹⁾ ↘
+3,3%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

5 869,00 -9,4%⁽¹⁾ ↘
-5,7%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

7 686,88 -9,4%⁽¹⁾ ↘
-12,5%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

3 240,96 -12,0%⁽¹⁾ ↘
-12,3%⁽²⁾ ↘

DJII (USA)

12 375,44 -7,4%⁽¹⁾ ↘
-0,7%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

2 367,37 -11,5%⁽¹⁾ ↘
-2,0%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

12 966,55 -6,2%⁽¹⁾ ↘
+0,5%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

13 629,16 -11,0%⁽¹⁾ ↘
-20,9%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1 440,02 -9,7%⁽¹⁾ ↘
-2,9%⁽²⁾ ↘

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2006

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

Union économique et monétaire (UEM)

Lentement mais sûrement, des fissures commencent à apparaître dans la position officielle de la BCE. Plusieurs membres du comité stratégique ne s'expriment plus de manière aussi négative concernant l'inflation future. Manifestement, la BCE commence à prendre conscience du caractère déflationniste de la crise qui frappe actuellement les États-Unis, ce qui devrait permettre de maintenir l'inflation future sous contrôle. La poussée inflationniste actuelle a été causée par le renchérissement de l'énergie et des denrées alimentaires. Or, les cours de l'énergie, qui semblent à présent retomber dans la perspective du ralentissement économique, devraient tirer les chiffres de l'inflation vers le bas dans quelques mois.

Bien que la position officielle de la BCE n'ait pas encore changé, les marchés des changes semblent avoir compris le message : le dollar américain montre les premiers signes de stabilisation face à l'euro.

Le sentiment dans la zone Euro, ainsi que la confiance des dirigeants d'entreprise belges et allemands restent orientés à la baisse. Le ralentissement de la croissance annoncé depuis longtemps est à présent confirmé, et les prévisions en matière de croissance, déjà en recul, seront sans doute encore révisées à la baisse dans les semaines à venir.

États-Unis

La nouvelle dégradation de plusieurs indicateurs macro-économiques importants (indicateur précurseur, emploi, confiance des directeurs d'achats, arriérés de paiements sur les prêts hypothécaires) confirme que la Banque centrale américaine accuse un grave retard sur les faits. La baisse initiale du taux de base de 0,75% à 3,5% s'est avérée n'être qu'une première étape. Lors de sa réunion suivante, la Fed a à nouveau réduit son taux de base de 0,50%, ce qui porte la baisse totale à 1,25% en moins d'un mois, un rythme encore inédit. Sur base des produits dérivés, on peut estimer que le marché prévoit une nouvelle baisse des taux de la Fed jusqu'à près de 2% pour fin 2008, le taux réel devenant ainsi négatif. Bien qu'un tel niveau semble extrêmement bas, un taux réel négatif semble nécessaire pour donner à l'économie le coup de fouet dont elle a besoin. N'oublions pas qu'en 2003, l'ancien Gouverneur de la Fed, Alan Greenspan, avait laissé retomber le taux à 1%.

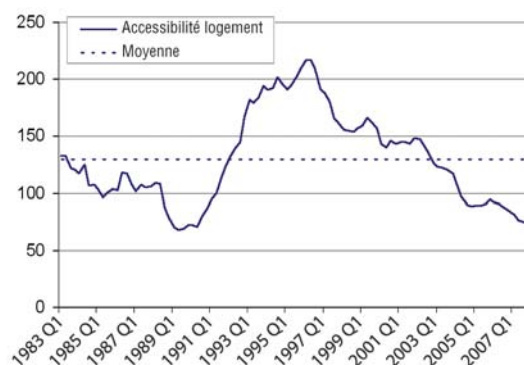
Comme prévu, les ventes de détail ont été beaucoup plus faibles en décembre qu'en novembre. Ces dernières ont en effet été dopées par le début précoce des soldes, dont le consommateur américain a largement profité. Pas question, par conséquent, de se lancer dans des extrapolations à partir d'un seul mauvais mois. Cependant, nous prévoyons une nouvelle évolution négative, surtout en raison de la combinaison des prix élevés de l'énergie et de la faiblesse du marché immobilier.

Royaume-Uni

Le marché immobilier résidentiel au Royaume-Uni est potentiellement dans une situation pire que celui des États-Unis. En comparaison avec les revenus disponibles des ménages, les prix des maisons ont presque doublé au Royaume-Uni depuis 2001. Aux États-Unis, cette hausse ne s'élève "qu'à" 25%, et cette survalorisation est actuellement balayée par la crise immobilière et une nouvelle hausse du revenu disponible des ménages. Loin de se limiter à Londres, le phénomène affecte d'ailleurs l'ensemble du Royaume-Uni. Étonnamment, la capitale est au demeurant l'endroit où le prix des maisons a le moins progressé par rapport aux revenus. De plus, on peut déduire des statistiques (qui tiennent également compte du niveau des taux) que l'accessibilité du logement au Royaume-Uni est actuellement inférieure de 43% à la moyenne sur les 24 dernières années. A la fin des années 80, un niveau de survalorisation similaire avait donné lieu à une brutale correction.

Le marché anglais du logement apparaît donc très fragile, alors qu'il est de plus en plus difficile de souscrire un emprunt hypothécaire, que les taux hypothécaires sont à un niveau élevé et que l'emploi se dégrade. Comme aux États-Unis, il est probable qu'une baisse du marché immobilier aura un impact négatif sur la croissance économique par le biais des dépenses des ménages. Lors de l'euphorie immobilière passée, les ménages anglais utilisaient en effet leur maison comme un distributeur automatique d'argent en refinançant leurs crédits hypothécaires afin de soutenir leurs dépenses de consommation. Cette période faste semble aujourd'hui révolue et la contribution des refinancements aux revenus devrait se réduire au cours des années à venir. Actuellement, elle s'élève à 5% du revenu net, ce qui reste inférieur au pic de 9% enregistré en 2003.

Accessibilité du logement au Royaume-Uni
(base 1985 = 100)



L'accessibilité du premier logement au Royaume-Uni a continuellement baissé ces dernières années et se trouve actuellement 43% sous la moyenne des 24 dernières années.

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 titre Volkswagen est le seul à tirer son épingle du jeu ce mois-ci (+1,15%). L'annonce de bonnes perspectives commerciales ainsi que des ventes supérieures aux prévisions chez Porsche ont ravivé la confiance des investisseurs. Les craintes entourant la crise du subprime resurgissent à nouveau, comme l'attestent les contre-performances des titres Fortis (-27,46%) et Banco Santander (-18,26%). La Société Générale (-25,38%) quant à elle, a été la victime de la plus grosse fraude qu'aït connu le secteur financier (4,9 milliards d'euros).



FTSE 100

Les rumeurs de reprise par Banco Santander ainsi qu'un rating revu à la hausse par Merrill Lynch, ont permis au titre Alliance & Leicester de grimper de 15% ce mois-ci. La société immobilière Hammerson (+13,18%) bénéficie d'une réévaluation à la hausse de la part des analystes qui estiment que son titre a été injustement dévalué. L'échec de l'exploration gazière au Bangladesh a fait plonger le titre Cairn Energy (-18,19%).



S&P 500

La meilleure performance du mois est à attribuer à la banque Washington Mutual Inc (+23,34%) dont le titre bénéficie de rumeurs de reprise par JPMorgan Chase. La société Circuit City Stores voit son titre progresser de 16,63% suite à l'annonce du remplacement de son équipe de direction. Le titre du réassureur Ambac Financial a chuté lourdement (-54,06%) après que des craintes aient pesé sur la perte de son rating AAA, indispensable à l'exercice de son activité.



Nikkei 225

La lutte que se livrent plusieurs fonds américains pour rentrer de manière significative dans le capital de la banque Shinsei a fait grimper le titre de 9,8% ce mois-ci. Le fabricant de semi-conducteurs Advantest Corp voit par contre le cours de son action chuter de 27,99% suite à l'annonce d'une baisse de ses bénéfices de 48%. La société justifie ces mauvais résultats par une baisse généralisée des prix sur le marché mondial.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	47,5	47,7	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	53,0	53,9	05/02
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	4,00%	4,00%	07/02
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	-0,4%	13/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,4%	29/02
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,2%	20/02
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	19,0	19/02
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,50%	15/02
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	99,0	26/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,8	22/02

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)

0,68 +0,3%⁽¹⁾ 
-10,0%⁽²⁾ 

GBP/EUR (G-B)

1,35 -0,6%⁽¹⁾ 
-9,2%⁽²⁾ 

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,64 +5,4%⁽¹⁾ 
+0,2%⁽²⁾ 

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -1,0%⁽¹⁾ 
+2,3%⁽²⁾ 

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 +0,1%⁽¹⁾ 
+0,1%⁽²⁾ 


CHF/EUR (Suisse)

0,62 +3,0%⁽¹⁾ 
-0,1%⁽²⁾ 

AUD/EUR (Australie)

0,60 +0,7%⁽¹⁾ 
+0,3%⁽²⁾ 


CAD/EUR (Canada)

0,68 -2,1%⁽¹⁾ 
+4,2%⁽²⁾ 

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,86 +2,7%⁽¹⁾ 
+6,0%⁽²⁾ 

PLN/EUR (Pologne)

0,28 -0,5%⁽¹⁾ 
+5,9%⁽²⁾ 

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,39 -1,4%⁽¹⁾ 
-2,6%⁽²⁾ 

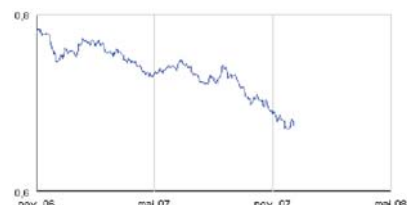
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,6%⁽¹⁾ 
-4,7%⁽²⁾ 

- (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

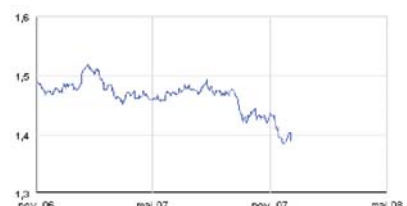
USD/EUR

La crise de confiance qui règne actuellement sur les marchés a rendu billet le vert fort volatil ce mois-ci. Le dollar a néanmoins fini le mois en légère hausse (+0,3%). La baisse de taux de la Fed de ce 22 janvier, n'aura eu qu'un impact limité sur son cours.



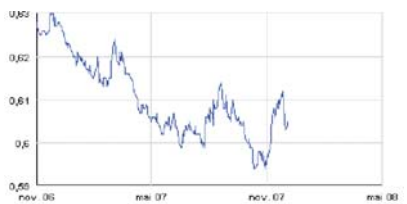
GBP/EUR

La livre sterling s'est quelque peu ressaisie après que la banque centrale anglaise ait décidé de ne pas baisser son taux directeur ce mois-ci. Malgré les craintes inflationnistes exprimées par celle-ci, les investisseurs tablent toujours sur une baisse des taux, mais ils estiment que cette baisse sera plus lente que ce qu'ils avaient prévu.



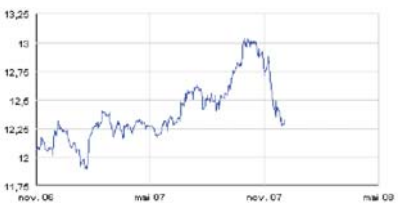
CHF/EUR

La situation actuelle des marchés financiers confirme plus que jamais le statut absolu de valeur refuge du franc suisse. La devise helvétique a profité de la baisse de taux de la Fed voyant ainsi son écart de taux d'intérêt vis-à-vis des principales devises évoluer en sa faveur.



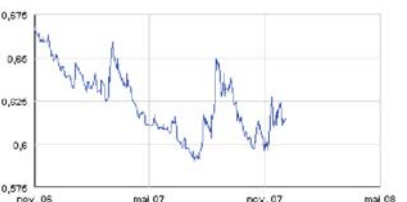
NOK/EUR

L'accalmie sur le front du carry trade, consécutive à la situation actuelle des marchés financiers, a détourné les investisseurs de la devise norvégienne. Par ailleurs, la récente baisse des prix du pétrole a également contribué à la dépréciation de la couronne norvégienne.



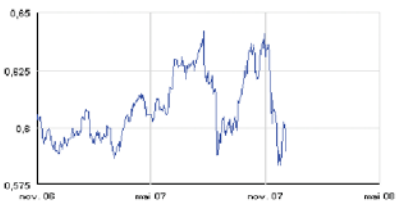
JPY/EUR

Le cours du yen a connu sa plus forte progression depuis 5 mois. En effet, les marchés estiment que la faiblesse de l'économie américaine contaminera l'économie européenne qui sera tôt ou tard obligée de réduire son taux. Cette baisse profitera donc au yen qui verra son différentiel de taux diminuer à son avantage.



AUD/EUR

La fuite en avant des investisseurs vers les valeurs refuges ainsi que le repli des positions des carry traders n'auront eu finalement qu'un impact limité sur la devise australienne. Le dollar australien finit même le mois en légère hausse (+0,2%).



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

Pour la première fois depuis 2001, la Réserve fédérale (Fed) a baissé son taux directeur de manière anticipée, faisant passer celui-ci de 4,25% à 3,5%. Cette baisse fut suivie par une autre baisse «programmée» de 50 points de base le 30 janvier. Ces interventions de la Fed surviennent suite à la publication de nouvelles statistiques économiques rendant le spectre d'une récession aux Etats-Unis de plus en plus probable. Certes, cette réaction démontre la volonté de la Fed d'adopter une attitude plus proactive, mais pour l'instant, elle continue de réagir aux événements au lieu de les anticiper. Comme on pouvait s'y attendre, le marché a réagi positivement, même si il estime que la Fed pourrait être plus agressive dans sa politique de taux d'intérêts. D'autre part, le consensus des analystes prévoit d'autres baisses au cours de cette l'année, et certaines estimations prédisent même un taux directeur à 2% fin 2008.

En Europe, le début d'année fut particulièrement contrasté. Suite aux déclarations d'un des membres les plus

conservateurs du directoire de la Banque centrale européenne, les investisseurs espéraient que cette dernière assouplirait quelque peu sa politique en terme de lutte contre l'inflation. Mais les déclarations de son président Jean-Claude Trichet, laissant entendre que contrairement aux Etats-Unis une baisse de taux n'était pas au programme en zone euro, ont jeté un vent de pessimisme sur les marchés du Vieux Continent.

En Europe, comme aux Etats-Unis, on peut observer un glissement parallèle de la courbe des taux vers le bas, signe que les investisseurs anticipent un ralentissement de la croissance économique.

N'hésitez pas à consulter notre liste d'euro-obligations 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 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)

3,8680% -0,50 ⁽¹⁾ ↓
+20,70 ⁽²⁾ ↑

EUR (10 Ans)

3,9250% -21,00 ⁽¹⁾ ↓
-40,60 ⁽²⁾ ↓

USD (3 Mois)

2,1970% -98,90 ⁽¹⁾ ↓
-104,00 ⁽²⁾ ↓

USD (10 Ans)

3,6240% -24,10 ⁽¹⁾ ↓
-39,90 ⁽²⁾ ↓

(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
AUD	GE CAP Australia Funding	8,000%	13/02/2012	99,89	8,03%	Aaa	13/02/2008

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	GE CAP EUR FUND	4,125%	05/02/2010	101,11	3,54%	Aaa
EUR	NED Waterschapbk	3,750%	16/01/2012	100,73	3,55%	Aaa
EUR	BK NED Gemeenten	3,750%	16/12/2013	99,95	3,76%	Aaa
EUR	RABOBANK	3,375%	18/01/2016	94,15	4,26%	Aaa
EUR	RABOBANK	4,25%	16/01/2017	99,15	4,37%	Aaa

Analyses de valeurs

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

Colruyt

Kris Temmerman
Analyste financier

Profil

Colruyt est un des principaux groupes de distribution en Belgique. Le groupe compte plus de 190 magasins en Belgique et emploie 16.000 travailleurs. A l'étranger, Colruyt est également présent aux Pays-Bas et dans le Nord de la France.

Colruyt est notamment actif sous les dénominations Colruyt, Okay, Bio-planet, DreamLand, DreamBaby et Spar Retail.

La famille fondatrice, Colruyt, détient 44,47% du capital et le holding Safina en possède 5,65%.

Le bénéfice brut semestriel de l'exercice comptable 2007/08 (197,4 millions EUR) était ventilé comme suit :

■ Commerce de détail :	93%
■ Commerce de gros & Foodservice :	3%
■ Reste :	4%

Résultats et perspectives

Colruyt a surpris en présentant un chiffre d'affaires meilleur que prévu pour les neuf premiers mois de l'exercice comptable en cours 2007/08. Le chiffre d'affaires du groupe a augmenté de 8,6% à 4,22 milliards EUR (sur une base comparable, cette hausse est de 7,7%), ce qui excède de près de 5% les prévisions moyennes. Le commerce de détail (Colruyt, Okay et Bio-Planet) a vu son chiffre d'affaires augmenter de 7,8% à 3,26 milliards EUR. Grâce à la hausse de 10% de son chiffre d'affaires, le département Commerce de gros & Foodservice a enregistré une croissance plus soutenue à 0,7 millions EUR.

Ces beaux résultats sont partiellement dus à une inflation des prix supérieure pour de nombreux produits d'alimentation. En Belgique, cette inflation s'élève actuellement à 5,2% sur une base annuelle et a indubitablement un impact très positif sur la croissance du chiffre d'affaires de Colruyt. Les ventes réalisées durant la période des fêtes ont été apparemment très bonnes en dépit de la concurrence accrue en Belgique et donc, de l'importance de la fixation du prix.

Les prévisions bénéficiaires pour 2007 sont demeurées stables au cours du mois dernier. Elles ont été revues à la hausse de 0,2% pour 2008.

Analyse fondamentale

Cours :	164,10 EUR
Valeur comptable :	25,95 EUR
Ratio Cours/valeur comptable :	6,3
Ratio Cours/bénéfice (prév. 2007) :	18,7
Ratio Cours/bénéfice (prév. 2008) :	17,3
Rendement brut dividende (prév. 2007) :	1,9%
Ratio Dette/Fonds propres :	2%
Prochains résultats (2007) :	Juin

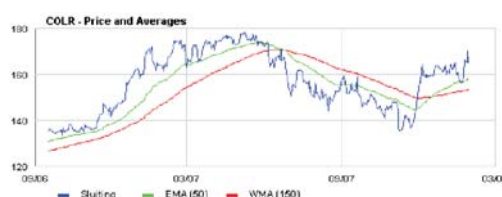
Analyse technique

L'indicateur MACD à long terme a lancé un signal d'achat le 3/1. Entre-temps, l'indicateur RSI était déjà parti à la hausse et se situe actuellement à un niveau élevé mais encore sous la zone survendue. L'image technique est positive.

Notre opinion

Le client attache une plus grande importance au prix en raison de l'inflation supérieure dans les produits alimentaires. Colruyt en tire un profit maximal en raison de sa faible structure de coûts. Les concurrents tels Delhaize et Carrefour sont désavantagés en termes structurels et ne peuvent que temporairement regagner des parts de marché via la guerre des prix. Cette force essentielle offre à Colruyt l'opportunité d'enregistrer une croissance continue et ce, d'une manière rentable.

Étant donné que le chiffre d'affaires récent est supérieur aux prévisions, le cours boursier se comportera un peu mieux dans le climat boursier actuel très mouvementé. Vu la valorisation relativement élevée, nous préférons cependant acquérir l'action à des cours plus faibles. Dans le rapport mensuel du mois de janvier 2007, nous avons privilégié un cours d'achat de 145 EUR (ce qui s'est confirmé) ; vu les développements positifs intervenus depuis au sein de Colruyt, nous optons actuellement pour un prix d'achat débutant à 155 EUR.



■ Profil

Mitiska est une société d'investissement active dans le commerce de détail spécialisé. Elle cible les concepts retail originaux et innovants ainsi que les activités de support du retail. Ces concepts de retail peuvent être multipliés, internationalisés et occupent une position de leader dans leur segment de marché ou présentent le potentiel y afférent à terme. Mitiska souhaite assister ces entreprises, leurs fondateurs et dirigeants dans la concrétisation des phases suivantes de leur développement.

Mitiska est cotée sur la place boursière Euronext Bruxelles depuis le mois de juin 1999.

Le portefeuille (135,3 millions EUR) était ventilé comme suit à la fin du mois de juin 2007 :

■ AS Adventure (vendu depuis) :	54%
■ Brantano (vendu depuis) :	35%
■ Fun Belgium :	5%
■ Reste :	1%
■ Liquidités :	5%

■ Résultats et perspectives

Après quelques années difficiles ayant suivi son introduction en bourse, Mitiska a pu, depuis 2002, restructurer lentement mais sûrement ses participations et stimuler sa rentabilité.

Au début du mois de janvier, le groupe d'investissement a finalement vendu ses principales participations (AS Adventure et Brantano). Un prix correct avait été convenu pour ces deux investissements. Ces deux ventes ne doivent donc pas être regrettées. La vente d'AS Adventure n'est d'ailleurs intervenue que quelques mois après l'acquisition par cette dernière de Bever Zwerfsport, active dans le même secteur aux Pays-Bas. Mitiska avait donc l'opportunité de revendre rapidement le groupe élargi.

Au terme de la vente, Mitiska possède 135 millions EUR en liquidités depuis la mi-janvier. Quatorze millions seront rapidement réinvestis dans le groupe belge de fashion retail, Cassis-Paprika.

Le « trésor de guerre » net de Mitiska s'élève donc actuellement à quelque 121 millions EUR. Rien ne permet encore d'affirmer que Mitiska réinvestira une part des fonds perçus dans AS Adventure. Les négociations avec l'acquéreur du groupe AS Adventure sont encore en cours. Dans tous les cas, il s'agirait d'une participation minoritaire permettant de soutenir la croissance à long terme.

■ Analyse fondamentale

Cours :	12,97 EUR
Valeur intrinsèque :	18,00 EUR
Discount par rapport à la Valeur intrinsèque :	29%
Trésorerie nette par action :	14,48 EUR
Discount par rapport à laTrésorerie nette :	10%
Rendement brut dividende (prév. 2007) :	0%
Ratio Dette/Fonds propres :	0%
Prochains résultats (2007) :	Mars

■ Analyse technique

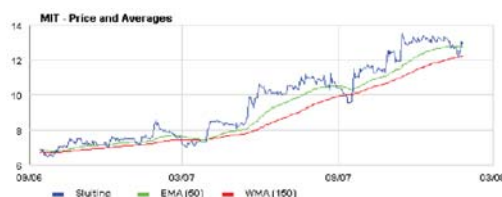
L'indicateur MACD à court terme a lancé un signal de vente le 14/1. Depuis, le RSI a chuté dans la zone survendue mais affiché une reprise vigoureuse. L'image technique est plutôt négative à court terme mais est peu fiable en raison des faibles volumes.

■ Notre opinion

Après la vente récente de ses deux principales participations, AS Adventure et Brantano, Mitiska a relancé un cycle d'investissement. Si le groupe décide de ne pas réinvestir dans une participation minoritaire au sein d'AS Adventure, il est très probable que l'on assiste à une réduction du capital ou à un dividende exceptionnel. Nous optons naturellement pour une réduction du capital en raison de la neutralité fiscale. Comme toujours, un risque de réinvestissement est bien présent mais vu la crise financière actuelle et l'affaiblissement du marché du private equity, nous pensons que Mitiska a l'opportunité de réinvestir ses liquidités d'une manière intéressante. Le cours actuel se situe 10% sous la valeur de la position de trésorerie nette (14,48 EUR) et environ 29% sous la valeur intrinsèque (se composant à 80% de liquidités).

Dans un communiqué de participation, il apparaît que le CEO de Mitiska, Luc Geuten, a récemment acquis 2,4% d'actions supplémentaires à un cours de 12,55 EUR. Il contrôle désormais près de 40% des actions.

Dans cette période de turbulence, Mitiska constitue selon nous une opportunité d'investissement à long terme intéressante.



Profil

Depuis l'introduction en bourse à la fin de l'année 2007 de la filiale Arseus (27% du chiffre d'affaires d'alors), Omega Pharma compte cinq segments géographiques : la Belgique, la France, le Nord de l'Europe, le Sud de l'Europe et le reste du monde.

Actuellement, Omega Pharma détient encore quelque 14,5% du capital d'Arseus.

Le groupe emploie près de 2000 travailleurs dans quelque 30 pays d'Europe occidentale, centrale et orientale.

En 2007, la ventilation géographique du chiffre d'affaires d'Omega Pharma (789 millions EUR) était la suivante :

■ Belgique :	25%
■ France :	24%
■ Europe du Sud :	18%
■ Europe du Nord :	13%
■ Reste du monde :	20%

Résultats et perspectives

Les chiffres d'affaires enregistrés en 2007 laissent clairement à désirer. La croissance organique du chiffre d'affaires atteignait 2% à peine à 789 millions EUR alors que le groupe s'était fixé l'objectif de 7%. Étant donné que la croissance organique du chiffre d'affaires s'élevait à 7% pour le premier semestre, nous pouvons donc déduire que cette croissance organique était négative au second semestre. "L'accident" du troisième trimestre de 2007 n'était donc pas un événement isolé comme on aurait pu l'imaginer sur la base de l'excellent mois d'octobre marqué par une croissance de 17% du chiffre d'affaires. Selon la direction, le groupe souffre d'une plus faible dynamique dans les ventes des médicaments génériques en Belgique. Nous ne pensons pas qu'il faille uniquement y voir la conséquence de l'absence de nouvelles initiatives légales due aux tergiversations dans la constitution du gouvernement belge, mais qu'il faut également pointer du doigt des problèmes internes de gestion. Au mois de janvier, Omega Pharma a modifié sa direction.

En France, la croissance organique du chiffre d'affaires n'a pas davantage atteint l'objectif des 7% et a plafonné à 4% en 2007 (190 millions EUR). En Europe du Nord, cet objectif s'est également avéré irréalisable. La croissance du chiffre d'affaires s'est limitée à 3% (à 100 millions EUR). Ces résultats décevants seraient essentiellement dus à de mauvaises performances en Allemagne. Un nouveau Directeur des ventes a également pris ses fonctions dans ce pays.

Seule la région de l'Europe du Sud a atteint ses objectifs avec une croissance organique du chiffre d'affaires de 10% à 143 millions EUR.

La région "Reste du monde" a été créée au début de l'année 2007 par le biais de la reprise de la société autrichienne Bittner et se compose essentiellement de quelques pays d'Europe de l'Est. Le chiffre d'affaires qui y est enregistré est de 157 millions.

Les prévisions bénéficiaires pour 2007 et 2008 ont chuté de -1,6% et -6,9% respectivement au cours des 4 dernières semaines.

Analyse fondamentale

Cours :	31,73 EUR
Valeur comptable :	20,69 EUR
Ratio Cours/valeur comptable :	1,5
Ratio Cours/bénéfice (prév. 2007) :	9,4
Ratio Cours/bénéfice (prév. 2008) :	8,8
Rendement brut dividende (prév. 2007) :	1,4%
Ratio Dette/Fonds propres :	82%
Prochains résultats (2007) :	Mars

Analyse technique

L'image technique est quelque peu perturbée par le cours volatil. La chute du cours à la mi-octobre a, le 26/10, envoyé un signal de vente sur l'indicateur MACD à long terme. Depuis, le RSI est de nouveau reparti à la hausse pour sortir de la zone survendue et se situe désormais en zone neutre. L'image technique est négative.

Notre opinion

Les problèmes d'Omega Pharma semblent perdurer plus longtemps que prévu. Vu les faibles hausses des chiffres d'affaires en France et en Europe du Nord, nous constatons que les problèmes ne se limitent pas à la Belgique et qu'il ne s'agissait pas d'un accident. Omega Pharma a toutefois réagi en procédant à quelques modifications au sein de la direction. Une reprise peut donc être espérée en France et en Europe du Nord au cours des prochains trimestres. La nécessité de nouvelles initiatives législatives afin de stimuler le chiffre d'affaires belge nous semble être un point faible auquel il conviendrait de remédier rapidement. Heureusement, un remplacement a également été opéré au sein de la direction.

Selon nous, la confiance ne sera pas rapidement recouvrée tant qu'Omega Pharma ne pourra présenter une croissance organique supérieure du chiffre d'affaires. Un trimestre fructueux peut effectivement pousser rapidement le cours à la hausse mais un trimestre médiocre peut tout aussi rapidement annuler cet effet. Bien qu'elle soit peu onéreuse, l'action demeurera vraisemblablement volatile au cours des prochains mois.

Nous adoptons donc une position attentiste et préférons ne pas encore acquérir l'action jusqu'à la publication à la mi-mars des chiffres annuels complets qui nous fourniront également un aperçu de la rentabilité.

Profil

Royal Dutch Shell est le troisième groupe pétrolier intégré au monde. Il fait d'ailleurs partie des cinq "super-majors" du secteur (avec Exxon, Chevron, Total et BP).

Le groupe emploie environ 108.000 personnes, réparties dans plus de 130 pays.

Le bénéfice opérationnel net (25,3 milliards USD) de 2007 se répartit comme suit :

■ Exploration & Production :	54%
■ Oil Products :	25%
■ Gas & Power :	10%
■ Chemicals :	6%
■ Oil Sands :	2%
■ Reste :	3%

Résultats et perspectives

Les résultats annuels de 2007 ont été légèrement supérieurs aux attentes. Le bénéfice net opérationnel (après élimination des éléments exceptionnels) était, avec 25,3 mia USD, légèrement supérieur au bénéfice record de 2006. Ce résultat est cependant surtout imputable aux progrès enregistrés dans les départements de moindre poids. Ainsi, en 2007, les bénéfices opérationnels nets de la division Chemicals ont progressé de 50% à 1,7 mia USD alors que la division Gas & Power a accru les siens de 5,6% à 2,8 mia USD. Les principaux départements, Exploration & Production et Oil Products, n'ont cependant guère contribué à l'augmentation des bénéfices. Exploration & Production a vu ses volumes de production reculer de 2% (sur base comparable), et n'a pu enregistrer une progression du bénéfice de 1% que grâce à la hausse de 12% du cours du pétrole (à 14,7 mia USD). Dans la division Oil Products, le bénéfice a même reculé de 1,1% à 7 mia USD.

Le recul de la production constitue d'ailleurs le principal problème de Shell. Le groupe ne parvient pas à compenser la baisse de rendement des champs existants par la mise en exploitation de nouveaux gisements. Depuis 2002, la production de pétrole du groupe a reculé de près de 4% par an. Et on s'attend de manière générale à ce que Shell ne puisse afficher de hausse significative de sa production avant 2010. Simultanément, les frais d'exploration et de production continuent à augmenter, ce qui accroît la pression sur les marges. À terme, Shell place ses espoirs dans le pétrole "non conventionnel". Le groupe investit dès lors énormément (tout comme Total) dans les "sables pétrolifères" canadiens, une sorte de bitume qui demeure très cher à produire. Depuis cette année, Shell établit par conséquent un rapport distinct pour sa division Oil Sands. Des éléments exceptionnels (un

incendie) ont entraîné une baisse des bénéfices de 10,6% dans cette division. Malgré cet incident, Shell a pu maintenir à niveau son volume de production (environ 80 000 barils/jour). Mais ce département ne représente actuellement que 2,4% de la production du groupe.

Les attentes en matière de bénéfices pour 2008 et 2009 ont été révisées à la hausse à respectivement 1,7% et 2% ces quatre dernières semaines.

Analyse fondamentale

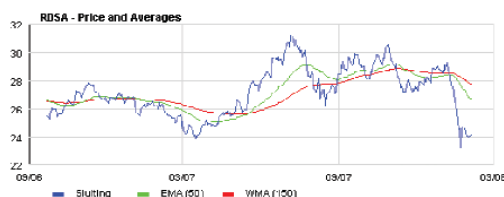
Cours :	24,20 EUR
Valeur comptable :	19,96 EUR
Ratio cours/valeur comptable :	1,2
Ratio cours/bénéfice (prév. 2007) :	5,9
Ratio cours/bénéfice (prév.2008) :	6,1
Rendement de dividende brut (prév. 2007) :	6,3%
Ratio endettement/fonds propres :	14%
Prochains résultats (2008-Q1) :	Avril

Analyse technique

Le 18/01, l'indicateur MACD à long terme émettait un signal de vente. Le graphique RSI s'oriente lentement mais sûrement en direction de la zone survendue. À court terme, l'image technique est également négative, mais le graphique RSI se trouve toujours dans la zone survendue. Si un bref rebond technique n'est pas à exclure, la tendance à plus longue échéance reste donc négative.

Notre opinion

La plupart des majors pétrolières sont confrontées à un problème de production. Au contraire de Total, cependant (où la production est toujours en hausse, en dépit d'un rythme inférieur aux prévisions), Shell voit sa production baisser. Depuis le scandale d'il y a quelques années - le groupe avait publié des informations erronées sur ses réserves dans un rapport -, Shell a beaucoup investi dans l'exploration et la production pétrolière, mais ces efforts n'ont pas encore porté leurs fruits. Et on n'attend pas de retournement de la tendance avant 2010. Puisque Shell ne prévoit pas de rapport intermédiaire sur ses réserves pétrolières et gazières avant mars, le marché ne peut encore estimer ce potentiel de production future. Bien que l'action apparaisse bon marché, nous préférons encore rester en retrait.



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

ArcelorMittal
DSM
Italcementi

Industrie

Pirelli & C.
Schneider Electric

Consommation durable

PPR
Renault
Thomson
Vivendi

Consommation courante

Casino
Henkel

Santé

Sanofi Aventis

Banques

Banca Popolare di Milano

BNP Paribas
Commerzbank
Crédit Agricole
Deutsche Bank
Dexia
Natixis

Assurance

Aegon
Allianz
Munich Re

Technologies de l'information

Cap Gemini
STMicroelectronics

Télécommunication

Deutsche Telekom
France Telecom

Services aux collectivités

E.On
Gaz de France
Iberdrola

Les marchés boursiers ont été particulièrement chahutés en ce début d'année. L'indice Dow Jones Euro Stoxx 50®, qui est composé des 50 plus grosses sociétés cotées de la zone euro, a perdu jusqu'à près de 20%, pour clôturer le mois de janvier sur une baisse de 13,8%.

La cause de cette volatilité est double. D'une part, les investisseurs craignent une récession économique aux Etats-Unis. A cet égard, l'action dans un premier temps hésitante de la Réserve fédérale américaine (baisse des taux plus faible qu'attendu en décembre) puis vigoureuse en janvier (une baisse surprise de trois quarts de points et une autre baisse quelques jours plus tard d'un demi point) n'a pas lancé un message rassurant dans le marché. D'autre part, les banques semblent éprouver beaucoup de difficultés à évaluer les pertes totales engendrées par la crise du "subprime", ce qui n'est pas non plus de nature à rassurer.

Les investisseurs se montrent donc anxieux. D'où la forte correction observée en janvier sur les bourses et la baisse du rendement des obligations, qui ont servi de valeur refuge. Nous pensons toutefois qu'une bonne partie de ce mouvement baissier relève davantage de la panique que de l'action réfléchie. En effet, nous ne sommes pas convaincus que la récession est inévitable aux Etats-Unis, et quand bien même celle-ci se produirait, nous ne nous attendons pas à contraction sévère et durable de l'économie américaine. Certes le marché immobilier est en déconfiture, mais le consommateur résiste, pour l'instant en tous cas, bien. En outre, la faiblesse du dollar apporte un soutien vigoureux aux exportations, qui contribuent à soutenir la croissance économique. Enfin, l'action dorénavant volontaire de la Réserve fédérale devrait se poursuivre, c'est en tous cas ce que celle-ci a laissé entendre. Bien qu'elle ne porte ses effets qu'avec quelques mois voire trimestres de retard, le marché devrait tôt ou tard en tenir compte dans ses prévisions.

Côté "subprime", rappelons que la crise a commencé l'été dernier. Assez mécaniquement, elle devrait s'estomper cet été. La raison est simple : le crise a éclaté quand les taux des crédits hypothécaires à haut risque ont commencé

à être revus à la hausse. Comme ces taux sont révisables une fois par an et qu'entre temps, les taux d'intérêt n'ont pas monté (ils ont même baissé, et la Réserve fédérale s'attelle à les faire baisser davantage), leur révision devrait sensiblement ralentir dans six mois.

Certes les marchés risquent de se montrer volatils encore quelques mois. Les statistiques économiques américaines n'ont pas atteint leur plancher. Le consommateur pourrait donner quelques signes de faiblesse et pousser son économie en récession. Des grandes banques internationales vont sans doute encore annoncer des réductions de valeur de leurs actifs dans le sillage de la crise du "subprime". Mais 'volatilité' ne signifie pas 'baisse ininterrompue'. Le marché connaîtra aussi des rebonds, car il reste somme toute très bon marché. Le rendement de dividende moyen des grands indices, en particulier européens, est attractif et constitue un matelas qui empêchera les bourses de sombrer beaucoup plus dans le rouge.

Quant à une réelle reprise des bourses, il faudra sans doute encore attendre quelques mois, le temps que les banques annoncent le solde de la facture du "subprime" et que les marchés commencent à recalculer leurs prévisions de croissance à la lecture de l'action de la Réserve fédérale et possiblement aussi de celle de la Banque centrale européenne, qui traîne à baisser ses taux.

Depuis notre dernier point de la situation en matière d'actions individuelles, nous n'avons procédé qu'à un seul arbitrage, en décembre dernier, dans le secteur bancaire. Après une appréciation de près de 27% et une sur-performance sectorielle de 20% (hors dividende) depuis notre achat au mois de mai 2006, la banque espagnole Banco Santander a consommé sa sous-évaluation. Nous l'avons donc vendue au profit d'une banque italienne, la Banca Popolare di Milano, qui présente, elle, une nette sous-évaluation par rapport à ses pairs sectoriels.

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

Les valeurs mobilières cotées sur les places financières constituent la matière première avec laquelle une société de bourse peut prester des services d'investissement pour des investisseurs particuliers. La définition et l'identification de ces valeurs mobilières sont donc essentielles pour le fonctionnement journalier d'une entreprise d'investissement. Chez Leleux Associated Brokers, Fabrice Jähne est chargé de la maintenance de ce qu'il convient d'appeler la signalétique titres.

A première vue, gérer une signalétique titres semble relativement simple. En quoi consiste exactement votre travail ?

Figurez-vous que ce n'est pas aussi évident qu'il y paraît à première vue. La première difficulté de ce métier provient de la diversité des produits financiers. Si au début des années quatre-vingt, la grande majorité des portefeuilles des clients particuliers étaient constitués d'actions, d'obligations d'Etat, de Bons de caisse et de quelques warrants, le nombre de produits financiers aujourd'hui a considérablement cru de même que leur diversité. De nos jours, de nombreux nouveaux types de valeurs mobilières ont fait leur apparition dans les portefeuilles de nos clients : que ce soient les produits dérivés de type options, futures et warrants, ou encore d'autres types de produits financiers allant d'une structure relativement simple, tels que les sicavs, sicafi ou certificats mobiliers, jusqu'à des produits plus complexes tels que les reverse convertible notes, les trackers ou les structured notes.

En quoi cette diversité de produits financiers rend-elle votre travail plus compliqué ?

Il s'agit de bien définir les valeurs mobilières dans notre signalétique titres et d'y intégrer les paramètres les plus importants y afférant. Imaginez une option sur une action pour laquelle le prix d'exercice, la date d'échéance ou encore le code du sous-jacent ne serait pas ou mal renseigné. Imaginez une sicav dont la VNI



(valeur nette d'inventaire) ne serait pas adaptée ou une obligation dont le taux d'intérêt ne serait pas mentionné. Cela pourrait avoir des conséquences malheureuses lors du traitement d'un ordre sur cette valeur.

Fabrice Jähne
Signalétique Titres

Cela signifie-t-il que vous devez gérer la fiche signalétique de chaque valeur mobilière ouverte chez Leleux Associated Brokers ?

En effet, pour chaque valeur mobilière ouverte dans notre fichier signalétique titres, je dois intervenir pour compléter les informations de base qui nous sont communiquées par les différents marchés sur lesquels sont négociées les valeurs mobilières. En tant que membre de nombreux marchés boursiers (Euronext, Xetra, Bourse de Luxembourg, Bourse de Londres, etc ...), Leleux Associated Brokers dispose d'un des fichiers de valeurs mobilières les plus complets de la place.

Combien de valeurs mobilières contient votre fichier de signalétique titres ?

Chaque jour, nous créons à peu près deux à trois cent valeurs mobilières. Notre Maison fêtant ses quatre-vingt ans cette année, vous pouvez faire le compte. A aujourd'hui, ce sont près de 835.000 valeurs qui sont créées dans notre base de données.

Vous voulez dire 835.000 valeurs mobilières différentes ?

Effectivement. C'est le fruit de mon travail et de celui des collègues qui m'ont précédé depuis de nombreuses années chez Leleux Associated Brokers. Sur ces 835.000 valeurs, vous retrouverez près de 110.000 actions, plus de 105.000 obligations (bons d'Etat, euro-obligations, etc ...), ainsi que 580.000 produits dérivés (warrants, options et futures), 22.000 sicavs et près de 10.000 bons de caisse.

Quelle est votre principale motivation dans votre travail chez Leleux Associated Brokers ?

L'industrie financière inventant quotidiennement des nouveaux produits financiers, offrir une information de qualité sur ces produits à nos chargés de clientèle et donc à nos clients est un véritable défi qu'il me plait de relever chaque jour.

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 60 50 50
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 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
GENT – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 91 90 70
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK – SINT-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Janstasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
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 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 70 20
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 56 06 70
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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:

31 janvier 2008