

Edito

Le 1^{er} novembre dernier entrain en vigueur la nouvelle directive européenne sur les marchés et les services financiers, la fameuse directive "Mifid". Cette nouvelle directive, d'application depuis plusieurs mois dans les 27 pays membres de l'Union Européenne, vise à mieux protéger l'investisseur particulier lorsque celui-ci recourt à des services d'investissements, tels que la gestion de portefeuille, l'exécution simple d'ordres de bourse ou le conseil en investissement. Ainsi, la Mifid prévoit que chaque institution financière en Europe procède à une évaluation du profil de risque de l'investisseur particulier afin d'éviter que celui-ci n'investisse dans des produits financiers qui ne lui conviendraient pas.

Dans ce cadre, votre chargé de clientèle habituel prendra très prochainement contact avec vous pour vous proposer un rendez-vous en agence ou à votre domicile, et ce afin d'établir votre profil d'investisseur dans le cadre de cette nouvelle législation. Lors de cet entretien d'une vingtaine de minutes, nous procéderons, à l'aide d'une dizaine de questions, à l'établissement de votre profil d'investisseur. Les réponses que vous voudrez bien nous fournir nous permettront, dans le respect du nouveau cadre législatif fixé par Mifid, de mieux comprendre vos attentes en matière de placements financiers et d'ainsi pouvoir vous fournir un service encore mieux adapté à vos besoins.

Chez Leleux Associated Brokers, nous appliquons déjà depuis de nombreuses années les principes fondamentaux qui sous-tendent la nouvelle directive européenne. Cette connaissance approfondie des attentes de notre clientèle nous permet ainsi de vous fournir quotidiennement l'assistance adéquate à vos attentes et un conseil rencontrant vos besoins. C'est ainsi que nous disposerons déjà, et ce très

logiquement grâce à la relation privilégiée que vous entretenez avec votre chargé de clientèle, d'une grande partie des réponses à ce nouveau questionnaire. Il s'agira dès lors pour vous d'une simple confirmation de votre ouverture de compte auprès de notre Maison. Nous profiterons d'ailleurs de cet entretien pour vérifier avec vous l'exactitude des données de signalétique dont nous disposons. Permettez-nous de vous remercier d'avance du bon accueil que vous voudrez bien réserver dans ce cadre à votre chargé de clientèle habituel.

A cette occasion, ce dernier vous remettra un exemplaire de nos nouvelles conditions générales, adaptées suite aux changements législatifs entraînés par la Mifid. Nous vous invitons à les lire attentivement afin de mieux appréhender les nouvelles protections dont vous fait bénéficier la Mifid. De même, une seconde brochure détaillée vous présentera les caractéristiques des nombreux produits financiers. Fruit d'un travail de plusieurs mois, nous espérons que ces deux documents vous permettront de mieux cerner les avantages, les risques et les désavantages de chaque catégorie de produits financiers lors de vos opérations à venir.

Nos soixante chargés de clientèle restent bien entendu à votre entière disposition pour de plus amples informations sur ces différentes matières et se feront un plaisir de vous apporter les renseignements dont vous auriez besoin sur cette formalité administrative, qui, nous en sommes persuadés, vous permettra d'encore mieux profiter des services de votre société de bourse.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de tous les collaborateurs de l'entreprise, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de GIMV	6
	Analyse de Tessengerlo	7
	Analyse de AvH	8
	Analyse de GBL	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)

487,17 +2,4%⁽¹⁾ / -5,5%⁽²⁾

BEL 20 (Belgique)

3 748,79 -4,5%⁽¹⁾ / -9,2%⁽²⁾

CAC 40 (France)

5 017,06 +0,4%⁽¹⁾ / -10,6%⁽²⁾

DAX (Allemagne)

7 095,64 +2,1%⁽¹⁾ / -12,0%⁽²⁾

FTSE (G-B)

6 094,10 +0,1%⁽¹⁾ / -5,6%⁽²⁾

SMI (Suisse)

7 567,44 +0,5%⁽¹⁾ / -10,8%⁽²⁾

DJ Stoxx 50 (Europe)

3 193,66 -1,3%⁽¹⁾ / -13,3%⁽²⁾

DJII (USA)

12 646,22 -1,4%⁽¹⁾ / -4,7%⁽²⁾

NASDAQ (USA)

2 508,32 +4,0%⁽¹⁾ / -5,4%⁽²⁾

TS 300 (Canada)

14 577,17 +4,6%⁽¹⁾ / +5,4%⁽²⁾

NIKKEI (Japon)

14 338,54 +3,5%⁽¹⁾ / -6,3%⁽²⁾

MSCI World

1 520,35 +0,8%⁽¹⁾ / -4,3%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2007

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)

Comme on le craignait, les indicateurs de la confiance des entreprises belges et allemandes ont baissé le mois dernier. L'affaiblissement de ces indicateurs de premier plan s'est avéré assez fort, si bien que nous ne modifierons certainement pas encore notre scénario d'un ralentissement continu de la croissance.

Entre-temps, le FMI a en revanche adapté son scénario pour la zone euro et table à présent sur un ralentissement de la croissance plus progressif avec 2009 comme année la plus faible. L'institution part d'une croissance économique de 1,75% en 2008 (perspective antérieure : 1,4%) ainsi que d'une nouvelle baisse de la croissance jusqu'à 1,25% en 2009.

La tendance reste toutefois inchangée et est toujours négative.

■ Etats-Unis d'Amérique (USA)

Bien que la croissance américaine infirme quelque peu nos craintes, la situation reste mauvaise à de nombreux égards. C'est surtout le marché de l'immobilier qui en fait les frais. Le stock toujours croissant de maisons invendues montre clairement la mauvaise situation de celui-ci. A l'heure actuelle, les délais nécessaires pour écouler ce stock s'élevaient à environ 11 mois, presque le double par rapport à l'année dernière.

C'est également plus que lors de la précédente crise de l'immobilier du début des années '90, où il fallait presque 10 mois pour écouler le stock de maisons invendues.

Evolution du stock de maisons invendues aux USA



Outre le prix élevé du pétrole, qui met le budget des ménages inévitablement sous pression, les taux hypothécaires élevés et tenaces jouent aussi un rôle. Les banques n'ont en effet pas fait baisser les taux hypothécaires variables en même temps que les taux fortement réduits sur les obligations d'Etat à court terme. Par conséquent, cette différence de taux se situe à environ 300 points de base pour les emprunts hypothécaires annuellement révisables, ce qui correspond au record atteint en l'an 2000, lorsque la croissance économique était encore forte. A titre de comparaison : cette différence de taux ne s'élevait qu'à 60-70 points de base au cours de la période 2004-2006. Il n'en a découlé qu'une légère baisse des taux hypothécaires variables. La crise de l'immobilier traînera donc plus que probablement en longueur jusque dans le courant de 2009.

Ces aspects ressortent également de l'indicateur continuellement faible du sentiment des entrepreneurs sur le marché de l'immobilier. Contrairement à la précédente crise du début des années '90, le sentiment ne se rétablit pas rapidement. Il demeure, au contraire, à un niveau extrêmement faible sans aucun signe de reprise et une nouvelle baisse ne nous semble pas exclue.

Evolution du sentiment des entrepreneurs aux USA



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 ArcelorMittal s'est apprécié 12,11% suite à l'annonce de l'augmentation de 5,4% de son bénéfice trimestriel. Le marché à réagi positivement au rachat de Distrigaz par la société italienne Eni, l'action de cette dernière ayant gagné 5,69% ce mois-ci. Le titre Crédit Agricole quant à lui a chuté de 21,43% après l'annonce de résultats trimestriels décevants.



FTSE 100

La société Entreprise Inns a vu le cours de son action bondir de 21,85% après s'être vue attribuer le statut fiscalement avantageux de "real investment trust" par le gouvernement britannique. Les inquiétudes quant à l'impossibilité pour Royal Bank of Scotland de pouvoir vendre sa division assurance ont fait plonger son titre de 22,84% ce mois-ci.



S&P 500

L'obtention par Electronic Data d'un contrat auprès de l'armée américaine en vue de la création d'un call-center à destination des vétérans a fait grimper le cours de son titre de 31,95%. L'annonce par American International de pertes trimestrielles record ainsi que l'intention de procéder à une augmentation de capital ont fait baisser le cours de son action de 22,08%.



Nikkei 225

Le constructeur automobile Mazda a vu le cours de son action augmenter de 22,22% ce mois-ci. En effet, les investisseurs spéculent sur le fait que l'affaiblissement du yen pourra permettre à la compagnie de battre ses prévisions bénéficiaires. La publication de bons résultats annuels a permis au titre Fujitsu Ltd de gagner 28,81% ce mois-ci. L'annonce de résultats bénéficiaires décevants a fait plonger le titre Mitsumi Electric co de 12,07%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Ventes au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,5%	12/06
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,1%	13/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,5%	13/06
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,3%	16/06
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	19,0	16/06
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	97,3	23/06
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,6	23/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	2,5%	25/06
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,00%	2,00%	25/06
JAP	Ventes au détail base mensuelle	-	-0,1%	27/06
EMU	Confiance économique	-	97,1	30/06

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)

0,64 +0,7%⁽¹⁾
 -5,9%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,27 +0,0%⁽¹⁾
 -6,6%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,61 -0,9%⁽¹⁾
 -0,5%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 +0,3%⁽¹⁾
 +0,2%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,1%⁽¹⁾
 +0,0%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,61 -0,7%⁽¹⁾
 +1,6%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,62 +2,0%⁽¹⁾
 +2,7%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,65 +1,9%⁽¹⁾
 -5,8%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,99 +0,8%⁽¹⁾
 +5,8%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,30 +2,4%⁽¹⁾
 +6,9%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +4,6%⁽¹⁾
 +4,9%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,2%⁽¹⁾
 +1,2%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2007
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25% par rapport à l'euro

■ USD/EUR

Le dollar s'est à nouveau montré fort volatil ce mois-ci. Après avoir enregistré le 21 mai une perte de 1,09%, le billet vert s'est ressaisi pour gagner finalement 0,43% sur le mois écoulé (+1,54% sur les 9 derniers jours). Les investisseurs sont à présent convaincus que la Fed maintiendra son taux directeur inchangé pour les prochains mois.

■ GBP/EUR

Malgré quelques écarts importants, la livre sterling a clôturé le mois de mai en léger gain. Suite aux derniers chiffres de l'inflation, les investisseurs estiment que la banque centrale d'Angleterre devra maintenir son taux directeur inchangé durant les mois à venir.

■ CHF/EUR

Le climat d'incertitude consécutif à l'envolée des cours du pétrole ainsi que la récente hausse par la banque centrale suisse de son taux directeur ont tenu les carry traders à l'écart de la devise helvétique. Par conséquent, le franc suisse s'est montré relativement stable ce mois-ci (-0.29%).

■ NOK/EUR

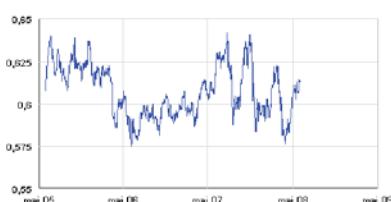
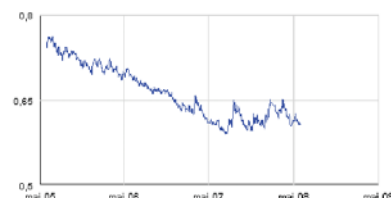
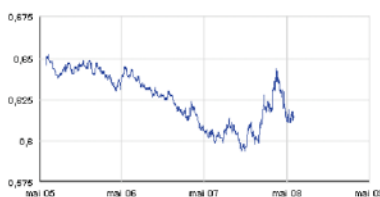
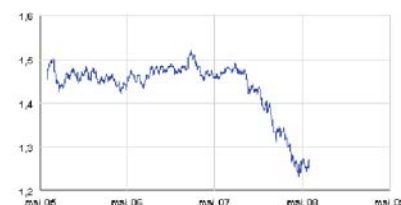
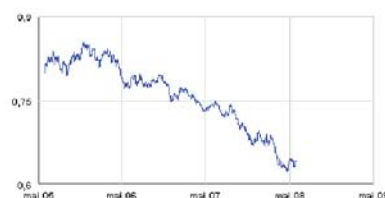
Suite à la hausse vertigineuse du cours du pétrole, les investisseurs s'attendaient à ce que la banque centrale norvégienne augmente son taux directeur. Le 28 mai, celle-ci a finalement maintenu son taux directeur inchangé, ce qui a eu pour conséquence de ramener la couronne à son cours de début de mois.

■ JPY/EUR

Le yen a cédé 1,11% ce mois-ci. Les taux fort bas pratiqués par la banque du Japon ont incité les investisseurs à se détourner de la devise japonaise pour investir dans des actifs présentant un rendement plus attrayant.

■ AUD/EUR

Le dollar australien a été, tout comme la couronne norvégienne, un des principaux bénéficiaires du carry trade entamé contre le yen. Les investisseurs sont surtout intéressés par les hauts rendements proposés par la banque centrale australienne, à savoir : 7,25% pour le dollar australien contre 0,5% pour le yen.



Taux d'intérêt

Patrick Michiels
Gestionnaire de portefeuilles

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

Il semble d'ores et déjà acquis que la Reserve Federale (FED) maintiendra son taux directeur inchangé à 2% lors de la prochaine réunion de son comité monétaire (FOMC) ce mercredi 25 juin, interrompant ainsi une série de 7 baisses consécutives entamées le 18 septembre 2007 suite à la crise du subprime (pour rappel : le taux directeur en vigueur à cette époque était de 5,25%).

Les dirigeants de la Fed craignent que l'inflation engendrée par l'envolée des prix de l'alimentation et de l'énergie ne devienne, après le subprime, le nouveau frein à la croissance économique.

D'autre part, certains analystes estiment que les craintes inflationnistes de la Fed sont suffisamment importantes pour envisager une hausse de son taux directeur dans le courant de l'année.

En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu son taux directeur inchangé à 4%. Ici aussi, la crainte d'une

spirale inflationniste est prise très au sérieux. La BCE redoute tout particulièrement que l'augmentation des prix de l'énergie et de l'alimentation ne se répercute lors des négociations salariales et menace même d'augmenter son taux si des augmentations trop importantes étaient constatées.

En Europe, les rendements des obligations d'Etat à 5 ans et à 10 ans ont continué leur progression durant le mois écoulé à respectivement 4,29% (+0,27 points) et 4,27% (+0,10 pts). Aux Etats-Unis, les rendements obligataires s'élèvent à respectivement 3,27% (+0,09 pts) et 3,84% (-0,03 pts) pour les échéances à 5 et 10 ans.

N'hésitez pas à consulter notre liste d'euro-obligations remise à jour en temps réel sur notre site internet www.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)

3,9310% +29,80 ⁽¹⁾ 
+27,00 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

4,2730% +9,50 ⁽¹⁾ 
-5,80 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

1,8481% +49,16 ⁽¹⁾ 
-138,89 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

3,8425% -2,78 ⁽¹⁾ 
-18,05 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2007 en points de base

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Fortis NV	5,200%	20/06/2013	102,00	4,74%	Aa2	20/06/2008

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
CAD	BNG	4,375%	13/05/2015	103,25	3,84%	Aaa
EUR	Nord L/B Lux	3,625%	20/04/2015	93,56	4,75%	Aa1
EUR	ING Groep NV	4,125%	11/04/2016	93,75	5,11%	Aa3
NZD	I.A.D.B.	7,250%	24/05/2012	100,94	6,96%	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

■ GIMV

Kris Temmerman
Analyste financier

■ Profil

GIMV est la plus grande société d'investissement en Belgique qui se spécialise dans l'investissement dans des entreprises non cotées en bourse (private equity). Tant les start-up que les PME prometteurs des secteurs traditionnels et innovants entrent en ligne de compte à ce niveau.

Depuis quelques années, GIMV s'est diversifiée au plan international de sorte que son portefeuille ne s'oriente plus exclusivement vers la Flandre et la Belgique. Les participations internationales ont une pondération de 49%, dont les Pays-Bas représentent 16%.

Le portefeuille d'investissement (848 millions d'euros) est réparti comme suit :

■ Buyouts et capital de croissance :	63%
■ Technologie de l'information et de la communication (TIC) :	20%
■ Life Sciences :	16%
■ Reste :	1%

■ Résultats et perspectives

Au cours du dernier exercice comptable, le portefeuille d'investissement de GIMV a diminué. Le fonds n'a en effet pas réinvesti tous les capitaux reçus par le biais de désinvestissements. Au total, 244 millions d'euros ont été réinvestis sur les 381 millions de liquidités reçues.

Conformément au portefeuille existant, ce sont les Buyouts et le capital de croissance (58%) ainsi que la TIC (29%) qui se sont vus octroyer la part du lion des investissements. Au plan géographique, la répartition était la suivante :

■ Belgique :	53%
■ Reste de l'Europe :	39%
■ Etats-Unis :	9%

Les principaux dossiers dans lesquels GIMV a désinvesti étaient Telenet, Janssen Group, Alfacam, Geveke, Devgen et Bever Zwerfport.

Après la distribution du dividende (2,39 euros par action), GIMV disposera encore, début juillet, d'environ 470 millions d'euros de liquidités pour les nouveaux dossiers d'investissement. Le management en a déjà attribué 250 millions d'euros.

Les perspectives de croissance bénéficiaire pour 2008 et 2009 sont restées stables au cours de ces quatre dernières semaines.

■ Analyse fondamentale

Cours :	44,75 EUR
Valeur comptable :	57,45 EUR
Escompte versus Valeur comptable :	22%
Rendement du dividende brut (persp. 2008) :	5,3%
Résultats suivants (T2-2008) :	Novembre 2008

■ Analyse technique

Le 23/8, l'indicateur MACD à long terme a généré un signal de vente. Depuis lors, il n'y a pas encore eu de signal d'achat à long terme. À court terme, l'image technique n'est pas encore bonne, puisque le 22/5, l'indicateur MACD à court terme a généré un signal de vente. Le graphique RSI à court terme a failli se retrouver dans la zone survendue. L'image technique est encore mauvaise, si bien qu'un achat de ce point de vue n'est pas encore indiqué.

■ Notre opinion

Le portefeuille d'investissement de GIMV porte à présent les fruits des efforts passés. Le fonds possède une grande quantité de liquidités qui représentent environ 45% de sa capitalisation de marché. Le rude climat d'investissement et boursier qui règne à l'heure actuelle devrait jouer en la faveur de GIMV parce qu'elle ne dépend pas d'emprunts bancaires pour le financement de son portefeuille. Le fonds se trouve donc dans une position forte pour imposer de bonnes conditions d'investissement.

Vu l'escompte raisonnablement élevé par rapport à la valeur comptable et à l'importante trésorerie, GIMV est intéressante à titre d'investissement à long terme et de valeur de base.



Profil

Tessenderlo est un groupe chimique diversifié, qui s'oriente vers les produits de niche et est actif dans 21 pays.

Le groupe compte environ 8.100 travailleurs et est subdivisé en 3 groupes de produits : Chimie (notamment sulfates, soda, PVC), Spécialités (notamment matières premières pour le secteur pharmaceutique) et Traitement du plastique (produits finis tels que les tuyaux et les châssis en PVC). Les produits de Tessenderlo sont utilisés dans le secteur alimentaire, les produits pharmaceutiques, l'épuration des eaux, l'agriculture, etc.

En 2007, le chiffre d'affaires était réparti comme suit (2,4 milliards d'euros) :

■ Chimie :	43%
■ Spécialités :	34%
■ Traitement du plastique :	23%

Résultats et perspectives

Les résultats enregistrés au cours du premier trimestre de 2008 étaient excellents. Le bénéfice opérationnel brut récurrent a augmenté de 52% pour atteindre 55 millions d'euros.

Les divisions Chimie et Spécialités sont responsables de cette amélioration. Chimie a vu son bénéfice opérationnel brut plus que doubler pour passer à 35 millions d'euros, où les excellents résultats réalisés dans sa section phosphates de l'alimentation pour bétail et engrais ont compensé la situation plus alarmante de la section du PVC.

La division Spécialités est parvenue à faire augmenter son bénéfice opérationnel brut de 60% pour atteindre 15 millions d'euros grâce aux résultats d'économies de coûts antérieures et de prix supérieurs pour les produits à base de gélatine notamment.

La division Traitement du plastique a, en revanche, vu son bénéfice opérationnel brut baisser de 30% pour passer à 8 millions d'euros. La division a énormément souffert du recul du marché de l'immobilier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Ce qui frappe dans ces résultats, c'est, d'une part, que le précédent programme de restructuration commence à porter ses fruits (division Spécialités) et, d'autre part, que Tessenderlo a su profiter de l'explosion actuelle des prix de l'engrais et du phosphate notamment. En raison de l'importante demande sur le marché final, Tessenderlo a jusqu'à présent pu répercuter sans problèmes des prix plus élevés pour les matières premières sur ses clients. Il s'agissait d'une excellente surprise, étant donné que l'entreprise n'était auparavant pas certaine de pouvoir appliquer ces augmentations de prix.

Pour 2008, le management part d'un résultat qui avoisine les résultats record de 2007. Les attentes bénéficiaires se situent actuellement aux alentours de 148 millions d'euros de bénéfice opérationnel brut, soit une baisse d'environ 9%.

Au cours de ces quatre dernières semaines, les perspectives de croissance bénéficière pour 2008 et 2009 ont respectivement augmenté de 0,8% et diminué de 0,2%.

Analyse fondamentale

Cours :	36,35 EUR
Valeur comptable :	28,97 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,3
Ratio Cours/Bénéfice (persp. 2008) :	9,8
Ratio Cours/Bénéfice (persp. 2009) :	10,6
Rendement du dividende brut :	3,5%
Ratio Dette/Capitaux propres :	34%
Résultats suivants (T2-2008) :	Août 2008

Analyse technique

Le 28/11, l'indicateur à long terme a généré un signal de vente. Pour le moment, cet indicateur est sur le point de générer un signal d'achat. Les graphiques RSI à long et court termes se situent toutefois dans la zone surachetée, si bien que l'on ne peut exclure une faiblesse temporaire des cours.

Notre opinion

Contre ses propres perspectives, Tessenderlo a pu répercuter des augmentations de prix sur ses clients dans les activités liées à l'alimentation. Par contre, les activités PVC continuent de souffrir des prix du pétrole en hausse constante. Pour le reste de l'exercice comptable, nous pouvons probablement nous attendre aux mêmes tendances, dans le cadre desquelles le département Traitement du plastique pourrait encore avoir à souffrir énormément en raison de la mauvaise situation des marchés de l'immobilier au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. En fin de compte, les tendances positives semblent actuellement remporter la victoire contre les tendances négatives, si bien que le cours boursier peut encore connaître une orientation positive. À un peu plus long terme, nous nous montrons toutefois prudents en raison des prix du pétrole très élevés et nous conseillerions de réaliser des bénéfices lorsque les cours dépassent 45 euros.

Nous ne courons plus derrière les cours actuels pour acheter Tessenderlo.



Profil

Ackermans & van Haaren (AvH) est une société d'investissement belge avec des activités dans les services financiers, l'immobilier, la construction & le dragage ainsi que le private equity.

AvH mène une politique d'investissement dans le cadre de laquelle on se concentre sur quelques secteurs et on participe activement à la gestion des participations.

En 2007, le bénéfice net consolidé des participations était réparti comme suit (183 millions d'euros) :

■ Construction, Dragage & Concessions :	29%
■ Immobilier :	15%
■ Services financiers :	24%
■ Private Equity :	26%
■ Autres participations :	6%

Résultats et perspectives

Les résultats enregistrés au cours de l'exercice comptable complet de 2007 ont surtout été possibles grâce à l'excellente contribution des activités de dragage (DEME) et de la branche Private Equity. DEME est parvenue à faire augmenter son bénéfice net consolidé de 79% pour atteindre 45,1 millions d'euros. La branche Private Equity a vu ses résultats s'améliorer (sans plus-values) de presque 70% pour passer à 47,2 millions d'euros.

Les services financiers (Delen et Banque Van Breda) y ont également contribué, avec une augmentation du bénéfice net consolidé de 7,7% pour atteindre 43,4 millions d'euros. Sans tenir compte de la reprise de la société de gestion de fortune bruxelloise Capital & Finance, les capitaux en gestion ont augmenté d'environ 11% et s'élevaient, fin 2007, à 12,1 milliards d'euros.

Seules les activités immobilières ont connu un recul de 5,2% de leur bénéfice net consolidé pour passer à 27,1 millions d'euros, recul qui était dû à un ralentissement dans le cadre d'un projet immobilier d'Extensa.

AvH a aussi récemment publié sa mise à jour relative au premier trimestre, dans laquelle elle ne communique traditionnellement peu, voire presque aucun chiffre. Le principal événement fut l'augmentation de 75% à 78,75% de la participation dans le holding de contrôle (Finaxis) de la Banque Delen et de la Banque Van Breda. En raison de la mauvaise tenue des marchés financiers, et malgré les nouveaux apports de nouveaux clients et de clients existants, le capital en gestion auprès de la Banque Delen a baissé vers la fin avril pour atteindre 11,9 milliards d'euros.

On peut également noter le premier investissement frappant en Inde, avec une participation de 14,3% dans le producteur de ciment familial coté en bourse Sagar Cements.

Au cours de l'exercice comptable 2007, AvH augmente son dividende de 20,8% pour passer à 1,39 euro par action, ce qui correspond à un payout ratio de seulement 25%.

Au cours du mois dernier, les perspectives de croissance bénéficiaire pour 2008 et 2009 ont respectivement baissé de 0,2% et 5,8%.

Analyse fondamentale

Cours :	68,65 EUR
Valeur comptable :	47,59 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,4
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2008) :	11,7
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2009) :	10,3
Rendement du dividende brut :	2,2%
Ratio Dette/Capitaux propres :	26%
Résultats suivants (T2-2008) :	Août 2008

Analyse technique

Le 30/4, l'indicateur MACD à court terme a généré un signal d'achat, suivi, le 23/5, par l'indicateur MACD à long terme. Le graphique RSI à long terme se situe toujours dans la zone neutre, tout comme le graphique RSI à court terme. L'image technique est donc positive, tant à court qu'à long terme.

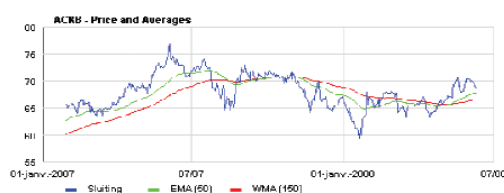
Notre opinion

La diversification de son portefeuille, qu'AvH a imposée ces dernières années, a porté ses fruits en 2007. Les activités de dragage conservent néanmoins toute leur importance, mais le flux de résultats est à présent mieux diversifié avec de fortes contributions des activités financières moins cycliques et du portefeuille de private equity.

L'investissement dans la société indienne Sagar Cements est réduit (environ 10 millions d'euros), mais il est probablement le précurseur de nouveaux investissements dans le pays au cours des années à venir.

À titre de valeur à long terme, AvH demeure une candidate attrayante. L'action n'échappe bien entendu pas aux fluctuations à court terme des bourses, mais elle s'est remarquablement bien maintenue au cours de ces dernières semaines.

Jusqu'à 70 euros, elle reste digne d'achat à titre de valeur de base dans un portefeuille diversifié pour le long terme.



Profil

Le Groupe Bruxelles Lambert (GBL) est un holding d'investissement contrôlé par les familles Frère et Desmarais par le biais de la holding suisse Pargesa.

GBL dispose d'un portefeuille concentré de valeurs cotées, avec une diversification limitée dans des fonds de private equity non cotés. Généralement, la holding prend des participations minoritaires importantes dans des "blue-chips" européennes (surtout françaises) et elle exerce une certaine influence sur la stratégie de l'entreprise par le biais d'un représentant au conseil d'administration.

Début mai 2008, le portefeuille était réparti comme suit (EUR 18,6 milliards) :

■ Suez :	29%
■ Total :	28%
■ Lafarge :	23%
■ Pernod Ricard :	6%
■ Imerys :	5%
■ Iberdrola :	1%
■ Reste :	2%
■ Cash + trading + actions propres :	6%

Résultats et perspectives

Le bénéfice net enregistré au cours du premier trimestre de 2008 s'élevait à 119 millions d'euros, soit une augmentation de 42% par rapport à la même période l'année dernière. Cette augmentation était, d'une part, due à une plus-value de 47 millions d'euros sur la vente partielle de sa participation dans Iberdrola. D'autre part, GBL a, pour la première fois, comptabilisé la contribution de Lafarge dans ses résultats, à concurrence de 28 millions d'euros.

Par contre, on a enregistré une perte de 3,2 millions d'euros sur sa participation dans le fonds de private equity Ergon Capital, contre un bénéfice de 5 millions d'euros au cours de la même période l'année dernière.

Au cours du premier trimestre, GBL a légèrement augmenté ses participations dans Lafarge, Imerys et Pernod Ricard.

Les résultats du premier trimestre sont moins pertinents puisque la holding ne percevra les dividendes de ses participations qu'au cours du deuxième trimestre. Ces dividendes sont très prometteurs étant donné que les principales participations ont appliqué de belles augmentations de dividende : Suez +13%, Total +7%, Lafarge +33% et Imerys +6%.

Grâce à la pondération accrue de Lafarge et d'Imerys, GBL a encore augmenté son exposition aux pays émergents. De par leur présence, les deux entreprises parviennent à compenser le ralentissement de l'économie américaine, et même à inverser la tendance.

Au cours du mois dernier, les perspectives de croissance bénéficiaire pour 2008 et 2009 ont respectivement augmenté de 3,9% et 2,7%.

Analyse fondamentale

Cours :	80,50 EUR
Valeur intrinsèque :	117,58 EUR
Escompte versus Valeur intrinsèque :	32%
Rendement du dividende brut (persp. 2008) :	2,9%
Résultats suivants (T2-2008) :	août 2008

Analyse technique

Le 14/8/07, l'indicateur MACD à long terme a généré un signal de vente. Ce signal a presque été annulé le 11/6/08, mais reste donc valable jusqu'à nouvel ordre. Le 13/6, l'indicateur MACD à court terme a par ailleurs généré un signal de vente. Les graphiques RSI à court et long termes se situent dans la zone neutre. L'image technique n'est pas encore positive, mais cette situation semble toucher à sa fin.

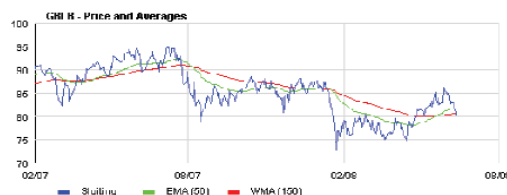
Notre opinion

GBL n'échappe bien entendu pas aux mouvements à court terme des bourses, si bien que le cours boursier s'est également effrité avec les principaux indices. En même temps, ses participations poursuivent leur développement à leur propre rythme.

Après la fusion du groupe GDF Suez, GBL deviendra le principal actionnaire de Suez Environnement (6,3% du capital). Nous nous attendons à ce que GBL reste à tout le moins dans l'actionnariat pour le moyen terme, étant donné qu'elle fait partie d'un pacte d'actionnaires qui est valable trois ans.

Comme c'est typiquement le cas pendant une correction boursière, l'escompte a augmenté par rapport à la valeur intrinsèque, si bien que d'un point de vue historique, il est assez élevé et avoisine les 32%. Le holding de contrôle de GBL, Pargesa, a régulièrement accru sa participation au cours de ces dernières semaines et se rapproche à présent du cap des 50%.

Un rétablissement durable des bourses semble difficile à planifier, tout comme une baisse de l'escompte par rapport à la valeur intrinsèque de GBL. Cependant, vu la réduction élevée de 32% et la valorisation relativement faible des marchés européens des actions, un achat de GBL jusqu'à 90 euros semble indiqué à titre d'investissement à long terme dans un portefeuille diversifié.



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

Energie

ENI
OMV

Matériaux

DSM
Italcementi
Saint-Gobain

Industrie

MAN
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
Scor

Technologies de l'information

Cap Gemini
STMicroelectronics

Télécommunication

Deutsche Telekom
France Telecom

Services aux collectivités

E.On
Gaz de France
Iberdrola

Jusqu'à présent, la partie des portefeuilles qui nous sont confiés en gestion investie en actions est répartie équitablement entre deux types de placements.

D'une part, nous sélectionnons une trentaine d'actions individuelles de la zone euro que nous estimons à la fois saines et sous-évaluées sur la base d'un modèle propre, qui s'inspire d'une approche qui a fait ses preuves et qui est soutenue par diverses études scientifiques (voir notre revue mensuelle de décembre 2006). Vous retrouvez, chaque mois, cette sélection d'actions mise à jour dans la marge de cet article.

D'autre part, cette sélection d'actions de la zone euro est complétée par une sélection de sicav d'actions investies dans différentes régions du monde et réunies au sein du fonds de fonds Leleux Invest. Celui-ci, au travers de cette sélection de fonds, assure la diversification à l'international de la partie actions des portefeuilles en gestion.

Le recours à un fonds de fonds a toutefois pour principal inconvénient qu'il altère la transparence des investissements des portefeuilles qui nous sont confiés en gestion. En effet, il faut recourir à la fiche descriptive du fonds pour connaître, par exemple, l'état de la diversification géographique des investissements de celui-ci, qui n'apparaît pas dans le rapport de gestion périodique que nous vous adressons.

Pour accroître la transparence des investissements en gestion de portefeuille, nous comptons dès lors, dans les prochains mois, recourir, non plus au fonds de fonds habituel, mais bien à une sélection propre de fonds d'actions internationales.

Cette sélection de fonds sera résolument diversifiée à l'international. Elle fera la part belle aux Etats-Unis, première économie et première capitalisation boursière mondiale. Un à deux fonds d'actions européennes assureront une diversification complémentaire à notre sélection d'actions individuelles exclusivement orientée sur la zone euro. Le Japon ne sera pas non plus négligé. Enfin, les pays émergents, dont le potentiel de croissance est important, seront bien représentés, comme ils l'étaient dans le fonds de fonds.

La méthode que nous appliquons pour sélectionner les fonds est celle que nous avons déjà mise en œuvre pour la sélection d'un fonds investi en obligations convertibles et d'un autre investi, lui, en immobilier coté européen. La première étape consiste dans la constitution d'un univers de fonds dont la politique d'investissement est celle recherchée (par exemple, des fonds investis en actions européennes). Nous analysons ensuite l'évolution historique de l'ensemble des fonds de cet univers. En particulier, nous ne cherchons pas le ou les fonds qui ont le mieux performé (car cette surperformance passée ne garantit rien pour l'avenir), mais bien les fonds qui, soit poursuivent une politique d'investissement prometteuse, soit ont généré une surperformance très régulière. Dans ce dernier cas de figure, la surperformance générée est rarement mirobolante. Par contre, sa régularité permet, a priori, de penser que l'on a affaire à une méthode de gestion rigoureuse, plutôt qu'à un gestionnaire particulièrement bien inspiré, mais dont l'inspiration pourrait faner. Cette analyse statistique nous permet d'isoler quelques fonds – ils ne sont généralement plus nombreux à ce stade du processus de sélection – pour lesquels nous réalisons alors une étude qualitative afin de comprendre les bons résultats passés et aussi récolter des informations davantage descriptives sur le statut du fonds et les conditions de souscription.

Nous avons déjà entamé le processus par la sélection d'un fonds investi en actions européennes et d'un autre investi en actions américaines.

Le fonds européen s'écarte peu de son indice de référence et suit une politique d'investissement classique, mais avec un succès régulier. Le fonds américain est un fonds indexé qui suit, lui, une politique d'investissement plus particulière, orientée vers les seules actions à haut rendement. Cette approche a généré, jusqu'il y a un an, des résultats sensiblement supérieurs à ceux de l'ensemble des actions américaines. Au cours de ces douze derniers mois, elle a par contre contreperformé, ce qui la rend d'autant plus attractive aujourd'hui car elle devrait bénéficier tôt ou tard d'un effet de rattrapage. Bien sûr, il est particulièrement difficile de prévoir quand ce rattrapage débutera.

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

Le 23 juin prochain, Leleux Associated Brokers fêtera le dixième anniversaire du lancement de son application de transactions boursières sur Internet, Leleux On Line. A cette occasion, nous vous proposons aujourd'hui de nous attarder sur un de nos collaborateurs qui, dans l'ombre de Leleux On Line, assurent le bon fonctionnement de ce service. Nous rencontrons à Soignies Vincent Masureel, responsable du Help Desk Leleux On Line et du suivi de la production informatique journalière.

Votre travail chez Leleux Associated Brokers consiste donc en un support informatique à la clientèle. De quoi s'agit-il exactement ?

Comme vous le savez, consulter son portefeuille ou passer des ordres de bourse nécessitent une sécurisation importante de l'application que vous utilisez, vous garantissant confidentialité et intégrité des données que vous consultez. C'est ainsi que Leleux Associated Brokers a mis en place, il y a maintenant dix ans, et ce avec l'aide d'IBM, un logiciel d'encryption et de sécurisation des données assez hors du commun, permettant de garantir les transactions effectuées au travers de Leleux On Line. Ce logiciel devant être installé sur les ordinateurs de nos clients, mon rôle est de leur fournir une assistance technique lorsque ceux-ci rencontrent une difficulté dans l'installation du logiciel de sécurité.

Devez-vous répondre à de nombreux appels suite à ces problèmes de logiciel ?

Nous avons plusieurs dizaines d'appels par jour, mais je dois bien admettre que la très grande majorité des appels ne concernent pas l'installation à proprement parlé de Leleux On Line. Bien souvent, l'installation sur l'ordinateur d'un client d'un nouveau parefeu (firewall) ou d'une nouvelle version de Windows peut poser des problèmes de fonctionnement. Au fil des années, nous nous sommes constitués une base de données nous permettant de répondre quasiment immédiatement à pratiquement la totalité des demandes d'intervention de nos clients.



Vincent Masureel
Help Desk

Quand peut-on joindre le Help Desk de Leleux On Line ?

Notre Help Desk est joignable dès 8 heures du matin et ce jusqu'à 22 heures, chaque jour de la semaine. Bien souvent, nous sommes également accessibles les jours fériés, étant donné que les différents marchés financiers ne ferment jamais en même temps. Ainsi, le jour de la fête nationale belge, le 21 juillet, les autres marchés financiers de la planète étant ouverts, ce n'était pas la petite bourse de Bruxelles qui allait faire exception. Nous sommes donc présents à l'appel y compris ces jours fériés, à trois exceptions près : le vendredi de Pâques, le jour de Noël et le 1er janvier. Ce sont les trois seules journées où l'ensemble des marchés ferment au même moment.

La description de votre fonction comprend également un suivi de la production informatique. En quoi cela consiste-t-il ?

L'informatique de Leleux Associated Brokers est basée sur un serveur informatique I-5 d'IBM, situé à notre siège administratif de Soignies, sur lequel tourne le coeur de notre application qui a été développée en interne par notre équipe de développeurs. Toute la journée, et durant une bonne partie de la nuit, notre serveur informatique échange des fichiers de cours ou d'exécution d'ordres de bourse avec les marchés réglementés, met à jour ses bases de données, impriment des extraits de compte et des situations titres et espèces, ainsi que les nombreux listing à destination de nos autorités de contrôle. Mon travail consiste à vérifier que toutes ces tâches automatiques se sont bien déroulées et qu'elles se sont terminées sans anomalies. De même, notre réseau informatique est en communication permanente avec des dizaines de marchés réglementés et de dépositaires. Je dois dès lors m'assurer que l'ensemble de ces communications sont bien opérationnelles. Nous disposons également d'un site de back-up situé à notre siège social de Bruxelles, que nous pourrions utiliser rapidement en cas de sinistre dans notre salle informatique de Soignies. Nous répliquons en temps réel l'ensemble des données constituant la base de notre serveur de production. Ici également, je supervise le bon état de marche de ce site de back-up. Finalement, j'assure avec ma collègue un service de soutien logistique à nos 105 utilisateurs internes.

Quelle évolution de Leleux On Line voyez-vous se profiler dans les prochaines années ?

Je ne crois pas trahir de grands secrets en vous disant que notre équipe informatique travaille sur une nouvelle version de Leleux On Line, rendant la sécurité encore plus conviviale (notamment une version compatible Mac) et offrant de nouvelles possibilités.

■ Mardi 24 juin 2008 : Séminaire Stratégie de sélection opportuniste sur fonds de crise

Langue : Français
 Lieu : Hôtel d'Alcantara, Rue des Bouchers Saint-Jacques, 2 à 7500 Tournai
 Heure : 19h
 Orateurs : Olivier Leleux, Administrateur Délégué
 Frédéric Liefferinckx, Chargé de clientèle
 Inscription : Agence de Tournai
 - Mme Claudine Thomassin - Tél: 069/64.69.00
 - M Guy Verhaeghe - Tél: 069/64.69.00

■ Mardi 24 juin 2008 : Séminaire Le secteur du transport : perspectives pour les 20 ans à venir. Vers un changement structurel en profondeur... de l'individuel vers le collectif.

Langue : Français
 Lieu : Brasserie Henry's Bas, Place Saint-Auban à Namur
 Heure : 19h
 Orateurs : Jean Colard, Chargé de clientèle
 Inscription : Agence de Namur
 - Mme Catherine Tricoté - Tél: 081/71.91.00
 - M Frédéric Baivy - Tél: 081/71.91.00

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	Jan Stasstraat, 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

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:
 30 mai 2008