

Edito

Si investir nécessite de retirer et de retenir les leçons du passé, c'est avant tout une démarche basée sur l'avenir. Et à ce titre, 2008 sera certainement une année charnière. Année charnière tout d'abord pour les investisseurs particuliers belges, qui verront le 1er janvier prochain entrer en vigueur la première phase de la loi sur la disparition des titres au porteur. Désormais, seuls les dépôts de titres au porteur seront encore autorisés, tout retrait d'actions, d'obligations, de bons d'Etat ou de bons de caisse étant interdits.

Année charnière également pour Leleux Associated Brokers, qui fêtera le quatre-vingtième anniversaire de la création de notre Maison en février 1928 par Armand Leleux. Reprise par Jacques Leleux suite au décès inopiné de son père en 1946, la Maison Leleux s'adaptera très rapidement aux nouvelles technologies, notamment en devenant, en 1979, la première charge d'agents de change en Europe à disposer de liens informatiques avec un marché réglementé, en l'occurrence la Bourse de Bruxelles. Rejoint par ses deux filles Véronique en 1982 et Isabelle en 1988 et secondé par son épouse, Jacques Leleux, toujours avant-gardiste, transformera la charge familiale d'agent de change en la société anonyme J. Leleux & Cie, et ce à la veille des grandes réformes des marchés financiers des années nonante. Décédé accidentellement en 1991, Jacques Leleux laissera derrière lui une équipe alors composée de 19 personnes, entièrement dévouées au service de 1.500 clients, répartis sur les trois agences de l'époque, à savoir Soignies, Bruxelles et Deurne. Son fils, Olivier Leleux, rejoindra alors Véronique et Isabelle Leleux pour continuer l'oeuvre familiale et adapter la société de bourse aux évolutions de plus en plus rapides des années nonante. En effet, les lois et les réglementations se succèdent à un rythme soutenu et revoient en profondeur le fonctionnement des sociétés de bourse en leur imposant de nombreuses exigences nouvelles. Plusieurs nouveaux collaborateurs viennent alors renforcer la société de bourse afin de relever ces défis. Parallèlement à ces

adaptations, de nouvelles agences sont ouvertes, notamment à Tournai, Namur, Hasselt, Leuven, Alost, Mons et Linkeroever. La société de bourse sert désormais près de 8.000 clients. De même, J. Leleux & Cie maintient son avance technologique en lançant en 1998 son site de transactions boursières via Internet, Leleux On Line. Il s'agit alors d'une première en Belgique.

L'an 2000 sera marqué par l'avènement d'Euronext, fusion des bourses de Bruxelles, de Paris, d'Amsterdam et de Lisbonne. Les nouvelles exigences en matière de fonds propres amèneront J. Leleux & Cie à rechercher de nouveaux partenaires. C'est ainsi que Leleux Associated Brokers naîtra du rapprochement de J. Leleux & Cie avec la société de Bourse Delta en décembre 2000 et la société de Bourse UBB en janvier 2001. Basée sur son indépendance et sur des relations de confiance et de proximité vis-à-vis de notre clientèle, Leleux Associated Brokers sera ensuite rejointe par la société de Bourse Ropsy & Cie en 2002, la société de bourse Busschaert & Co en 2004 et, récemment, par la société de bourse J. Quatannens & Co en 2007.

Dotée d'un conseil d'administration élargi où siègent désormais 8 administrateurs aux compétences multiples, permettant ainsi d'adapter en permanence les structures de la société de bourse aux nouvelles données du marché, armée de la compétence de près de 120 collaborateurs et d'un réseau de 30 agences où 65 chargés de clientèle servent avec passion et engagement nos 22.000 clients chaque jour, notre Maison aborde son quatre-vingtième anniversaire avec la volonté réaffirmée de fournir à chacun de nos clients un service toujours de plus haute qualité. C'est l'engagement que chaque collaborateur de Leleux Associated Brokers prend en cette fin d'année tout en vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison.

Je terminerai cet éditto en vous présentant, au nom de chaque membre de notre équipe, nos meilleurs voeux de santé, de bonheur et de prospérité pour l'an neuf.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Euronav	6
	Analyse de I.R.I.S.	7
	Analyse de Siemens	8
	Analyse de Vivendi	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)	497,52	-1,98% ⁽¹⁾ ↓ +0,44% ⁽²⁾ ↑
BEL 20 (Belgique)	4 085,97	-1,84% ⁽¹⁾ ↓ -6,89% ⁽²⁾ ↓
CAC 40 (France)	5 547,21	-2,18% ⁽¹⁾ ↓ +0,10% ⁽²⁾ ↑
DAX (Allemagne)	7 809,19	-0,78% ⁽¹⁾ ↓ +18,38% ⁽²⁾ ↑
FTSE (G-B)	6 313,40	-1,85% ⁽¹⁾ ↓ +1,49% ⁽²⁾ ↑
SMI (Suisse)	8 645,04	-2,08% ⁽¹⁾ ↓ -1,60% ⁽²⁾ ↓
DJ Stoxx 50 (Europe)	3 692,35	-1,61% ⁽¹⁾ ↓ -0,13% ⁽²⁾ ↓
DJII (USA)	13 274,98	-0,72% ⁽¹⁾ ↓ +6,51% ⁽²⁾ ↑
NASDAQ (USA)	2 625,42	-1,34% ⁽¹⁾ ↓ +8,70% ⁽²⁾ ↑
TS 300 (Canada)	13 602,96	-0,63% ⁽¹⁾ ↓ +5,38% ⁽²⁾ ↑
NIKKEI (Japon)	15 480,19	-1,28% ⁽¹⁾ ↓ -10,13% ⁽²⁾ ↓
MSCI World	1 604,06	-0,43% ⁽¹⁾ ↓ +8,12% ⁽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)

En octobre, les principaux indicateurs macro-économiques européens ont affiché une tendance baissière. Aussi bien les indicateurs belge et allemand du climat de confiance des entreprises que l'indice de confiance économique de l'UEM se sont repliés. Ce n'est pas surprenant quand on voit le niveau actuel de l'euro face au dollar, la hausse du prix du pétrole et le ralentissement de l'économie américaine.

Récemment la Banque centrale européenne (BCE) a subi quelques pressions du monde politique et du milieu des affaires. Certains pays exportateurs tels que la France ou certaines entreprises comme EADS souffrent de la vigueur de l'euro face au dollar. Mais, tant que la position concurrentielle de l'Allemagne, l'économie la plus importante de l'UEM, n'est pas atteinte, nous ne nous attendons pas à ce que la BCE change son fusil d'épaule. Son credo est la stabilité des prix, qui constitue, pour elle, la priorité la plus importante.

■ Etats-Unis d'Amérique (USA)

Comme prévu, l'indicateur du sentiment de confiance des entreprises du secteur immobilier a atteint son niveau le plus bas de tous les temps. Les prix de l'immobilier résidentiel continuent donc de baisser, et ce à un rythme plus élevé (-4,5% en base annuelle) que durant la crise précédente (1990-1991). Vu qu'il faudrait actuellement 10 mois pour résorber le stock de maisons invendues et que cette durée ne fait qu'augmenter, nous sommes convaincus que le prix des maisons devra baisser davantage avant que ce stock d'invendus ne soit absorbé. A titre de comparaison, entre 1999 et 2005, il ne fallait que 4,5 mois pour résorber ce stock et ce chiffre était relativement stable.

Le resserrement par les banques des modalités d'emprunt dans le segment des crédits hypothécaires de qualité (les emprunts de type « prime ») constitue un nouveau développement négatif pour le marché immobilier. Bien que le nombre d'impayés dans ce segment n'ait qu'à peine augmenté et qu'il corresponde aux normes historiques, beaucoup d'institutions financières semblent également vouloir jouer la prudence dans ce segment.

En dehors du secteur immobilier, beaucoup d'institutions financières ont accordé moins facilement

des crédits à la consommation au cours du troisième trimestre. Seul les cartes de crédits ne connaissent pas encore de durcissement dans leur politique d'octroi.

Le marché du travail américain semble arrivé à un tournant. Des craintes naissent quant à l'évolution du chômage, dont le taux a légèrement augmenté ces derniers mois (de 4,4% à 4,7%).

Dans ces circonstances, le consommateur américain éprouve de plus en plus de difficultés pour vivre à crédit et ainsi soutenir la croissance de ses dépenses (et de l'économie). Avec l'augmentation du prix des carburants, nous nous attendons à un ralentissement plus prononcé de la croissance des dépenses de consommation, sans toutefois entraîner l'économie en récession.

Il y a cependant quelques revers positifs à la médaille. La faiblesse du dollar soutient largement les exportations américaines. Selon certaines sources celles-ci contribueraient actuellement à 0,8 point de pourcentage de la croissance économique réelle.

L'effet positif de la baisse des taux courts se fera sentir avec quelques mois de retard et nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine (FED) procède à d'autres diminutions dans les prochains mois. Malgré les propos alarmistes de la FED, il y a, à court terme, peu de chances de voir surgir une forte inflation.

Variations annuelles, en pourcentage, du prix des maisons aux Etats-Unis (ligne pleine), comparées à la plus forte contraction des prix enregistrée durant la crise immobilière précédente (ligne pointillée).



Le prix moyen des maisons américaines baisse actuellement plus (-4,5%) que durant la crise immobilière précédente (1990-1991) et il baissera probablement encore davantage.

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

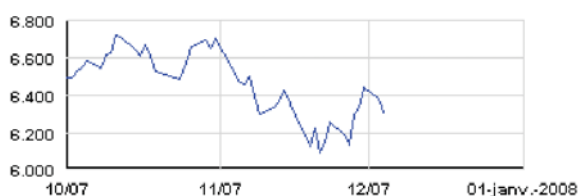
DJ Euro Stoxx 50

La publication de bénéfices trimestriels supérieurs aux prévisions des analystes a fait bondir le titre de Deutsche Börse de 16,65%. Siemens, quant à elle, a vu son titre progresser de 12,33% après l'annonce de bons résultats et d'un plan de restructuration. La chute la plus spectaculaire est à attribuer à Fortis dont les résultats de la branche assurance ont quelque peu déçu les investisseurs. Le titre a perdu 17,02% durant le mois écoulé.



FTSE 100

Les rumeurs de reprises de Rio Tinto par BHP Billiton parues dans le Financial Times ont fait grimper le titre de 25,46% en novembre. Le « subprime » n'a pas eu que des effets négatifs : en attestent les résultats exceptionnels publiés par le courtier IAP dont le titre a progressé de 19,71%. Encore une fois, Northern Rock a enregistré la chute la plus importante du marché suite à une offre de reprise inférieure de moitié à sa capitalisation boursière actuelle. Le titre a perdu 39,84%.



S&P 500

Tenet Healthcare (+46,54%) et Unitedhealth Group (+11,27%) ont dominé le mois, suite à l'annonce de la reconduction de leur partenariat réciproque pour une période de 2 ans. Plus que jamais, la crise du « subprime » continue d'affecter le secteur financier américain. Pour preuve : E*Trade Financial Corp (-56,07%) et Countrywide Financial Corp (-47,58%) continuent de plus belle leur plongeon entamé le mois précédent.



Nikkei 225

L'annonce de résultats moins catastrophiques que prévu a permis au titre Casio de regagner 28,21% après sa chute spectaculaire de près de 30% le mois précédent. Sanyo, quant à elle, profite de l'annonce de bons résultats semestriels pour progresser de 19,03%. La chute des prix du zinc et du cuivre a entraîné dans son sillage les sociétés minières Toho Zinc Co (-27,14%) et Dowa Holdings Co (-42,59%).



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Confiance économique	105,0	104,8	30/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	55,0	55,8	05/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	50,5	50,9	03/12
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	4,00%	4,00%	06/12
JAP	Produit Intérieur Brut	2,6%	2,6%	07/12
USA	Décision taux d'intérêt de la FED	4,25%	4,50%	06/12
USA	Ventes au détail (hors voitures) base mensuelle	0,7%	0,2%	13/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,5%	14/12
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	19,0	17/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque du Japon	-	0,50%	20/12
USA	Commandes de biens durables (hors transport)	-	-0,7%	27/12

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 -0,86%⁽¹⁾
-11,82%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,39 -0,81%⁽¹⁾
-6,43%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,62 +0,52%⁽¹⁾
-3,07%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,05%⁽¹⁾
+1,49%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,01%⁽¹⁾
+0,00%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,61 +0,45%⁽¹⁾
-2,49%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 -2,06%⁽¹⁾
-0,92%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,67 -2,09%⁽¹⁾
+3,08%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,80 -0,39%⁽¹⁾
+4,17%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,28 +0,72%⁽¹⁾
+18,58%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,39 -0,10%⁽¹⁾
-0,82%⁽²⁾

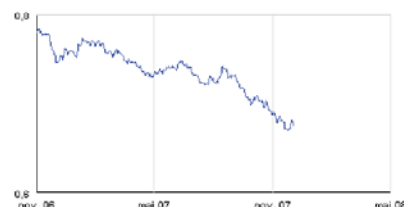
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,43%⁽¹⁾
-3,92%⁽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

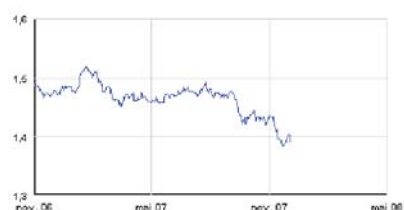
USD/EUR

Le 26 novembre, le dollar a enregistré son record de faiblesse absolu face à l'euro à \$1,4873/€1. Le billet vert devrait rester sous pression tant que l'économie américaine affiche des signes de faiblesse, et dès lors que la Fed promet de baisser ses taux, et que la BCE promet de maintenir les siens.



GBP/EUR

Les craintes d'un ralentissement économique en 2008 laissent supposer aux investisseurs que la Banque centrale anglaise sera probablement amenée à baisser son taux directeur dans le courant de l'année prochaine. La livre Sterling a perdu 1,8% face à l'euro.



CHF/EUR

Suite à la publication, au mois de novembre, des chiffres d'inflation qui sont les plus élevés depuis six ans, les investisseurs anticipent à présent une hausse prochaine du taux directeur de la Banque centrale suisse, ce qui soutient la franc suisse.



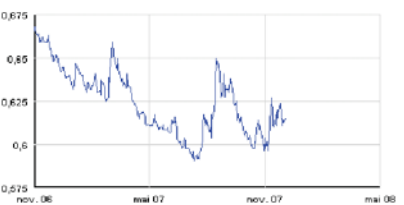
NOK/EUR

Les déclarations de la Banque centrale norvégienne quant à sa volonté de maintenir son taux directeur inchangé et son revirement quant à une hausse de ses taux l'année prochaine ont fait baisser le cours de la couronne de 4,8% ce mois-ci.



JPY/EUR

Même si le yen s'est légèrement apprécié ce mois-ci, il continue d'être la cible favorite des « carry traders ». Pour rappel, le carry trade est une pratique qui consiste à emprunter des fonds dans une devise ayant un taux d'intérêt fort bas pour les réinvestir dans une autre devise présentant un taux d'intérêt beaucoup plus élevé.



AUD/EUR

Les pertes engendrées par le « subprime » ont poussé certains investisseurs à vendre leur position en dollar australien. D'autre part, l'augmentation de la volatilité des options sur cette devise a entraîné une augmentation du risque de change et a quelque peu freiné l'engouement des carry-traders pour cette devise.



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

En Europe, les nouvelles se suivent et se ressemblent sur le front des taux d'intérêt. Comme nous vous l'annoncions dans notre numéro précédent, les acteurs du marché s'attendent de manière unanime à ce que la Banque centrale européenne (BCE) maintienne son principal taux directeur inchangé à 4% lors de sa prochaine réunion, le 6 décembre. Qui plus est, le consensus général ne prévoit aucun changement de taux jusqu'en 2009 !

Cette situation démontre bien la volonté de la BCE de maintenir sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation. Le niveau record de l'euro face au dollar et les craintes d'un éventuel ralentissement de la croissance en Europe n'y changent rien. Seule un affaiblissement de la position concurrentielle de l'Allemagne pourrait éventuellement infléchir cette politique.

Aux Etats-Unis, le marché s'attend à que la Réserve fédérale américaine (Fed) baisse son principal taux directeur d'un quart de point, voire d'un demi point, lors de sa réunion, le 11 décembre prochain. Certains prévisionnistes craignent toutefois que la

Fed ne soit pas assez proactive dans sa politique monétaire et ne parvienne pas à éviter un net ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis.

Du côté des rendements obligataires, on observe aux Etats-Unis une inversion de la courbe des taux sur les échéances les plus courtes. Cette inversion s'explique notamment par les anticipations du marché, qui prévoit de nouvelles baisses des taux à court terme en dollar. En Europe, la courbe des taux à court terme reste relativement plate. L'aplatissement de la courbe des taux sur les échéances les plus longues se justifie essentiellement par l'absence d'anticipations inflationnistes aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

3,9130% +5,00 ⁽¹⁾ +174,90 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

4,0430% -13,00 ⁽¹⁾ +36,00 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

3,2160% -72,50 ⁽¹⁾ +99,40 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,0440% -35,70 ⁽¹⁾ -17,80 ⁽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
EUR	Fortis Bank	5,600%	28/12/2017	102,00	5,33%	N/A	28/12
NOK	Fortis Finance	5,900%	20/12/2010	102,00	5,16%	Aa3	20/12
AUD	Fortis Finance	8,125%	20/12/2010	102,00	7,35%	Aa3	20/12
NZD	Fortis Finance	9,125%	20/12/2010	102,00	8,34%	Aa3	20/12

■ Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	HSBC Finance	4,500%	12/11/2010	98,97	4,88%	Aa3
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	93,12	4,75%	Aa3
GBP	Helaba Intl Fin.	4,750%	07/12/2009	99,99	4,75%	Aaa
USD	Bank of America	4,250%	01/10/2010	101,44	3,70%	Aa1
NZD	Eurofima	6,500%	21/10/2010	97,06	7,66%	Aaa
TRY	E.I.B.	14,250%	09/10/2012	99,71	14,30%	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

Euronav

Kris Temmerman
Analyste financier

Profil

Euronav est un groupe actif dans le transport maritime de pétrole, qui s'est séparé de CMB fin 2004 et est coté séparément sur Euronext Bruxelles. Le groupe transporte du pétrole brut et des produits pétroliers au moyen d'une flotte de 47 navires (parmi lesquels 6 en construction), ce qui représente une flotte relativement restreinte comparée aux 706 navires présents mondialement dans son segment.

Sa flotte est entièrement constituée de navires à doubles coques, alors qu'au niveau mondial plus d'un tiers des navires sont à simple coque.

Sa flotte se compose comme suit :

■ Ultra-Large Crude Carriers (ULCC) :	4%
■ Very Large Crude Carriers (VLCC) :	53%
■ Suezmax :	38%
■ Aframax :	4%

Résultats et perspectives

Les résultats du troisième trimestre ne furent pas bons. Euronav a enregistré une perte nette de \$ 23 millions, contre un bénéfice de \$ 54 millions l'an dernier. Cette perte s'explique par la combinaison d'une demande plus faible pour les pétroliers, une plus grande offre de navires et de plus grands coûts de carburant.

Les tarifs de chargement ont fort baissé en un an : là où un VLCC gagnait encore \$ 70.000 par jour l'an dernier, il ne gagne plus que \$ 37.000 ; un navire de type Suezmax gagne \$ 29.000 contre \$ 37.000 l'an dernier. Les frais de carburant ont par ailleurs augmenté de 23%.

Suite aux récentes évolutions sur le marché naval pétrolier, les perspectives d'avenir vont probablement s'améliorer. Les tarifs de chargement ont fort augmenté ces dernières semaines. Cela est dû d'une part à une peur décroissante de surcapacité et d'autre part à une plus grande demande de navires. La diminution de la crainte de surcapacité est due à la disparition rapide des navires monocoque. Bien que ces navires soient amenés à disparaître d'ici quelques années et qu'actuellement il y a une énorme demande pour les navires de transports de matériaux secs tels que le minerai de fer, beaucoup de navires monocoque sont transformés en

conséquence. Cela accélère le démantèlement de la flotte mondiale actuelle de pétroliers.

Ces 4 dernières semaines, les attentes bénéficiaires pour 2007 ont baissé de 11%. Celles de 2008 sont restées inchangées.

Analyse fondamentale

Cours :	20,79 EUR
Valeur Comptable :	19,80 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,0
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	12,1
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	34,4
Rendement brut du dividende (2007) :	4,2%
Ratio dette / Biens propres :	120%
Prochains résultats :	22 janvier

Analyse technique

L'indicateur MACD a généré un signal d'achat à court terme le 28/11. L'indicateur RSI a fortement rebondi hors de la zone de surachat et reste croissant. L'image technique à court terme est positive.

Notre opinion

Le troisième trimestre de 2007 sera probablement le pire de l'année. La grande amélioration des tarifs de transport et la peur décroissante d'une surcapacité persistante dans le secteur sont deux éléments positifs qui ont récemment fait bondir l'action. Au vu de ces deux développements positifs, nous pensons que les attentes bénéficiaires pour 2008 vont beaucoup s'améliorer. Euronav est conseillée à l'achat jusqu'à 22 EUR en tant qu'action de trading à court terme avec un but d'environ 26 EUR.



■ Profil

I.R.I.S. (Image Recognition Systems Group) a été créée en 1987 comme spin off de l'Université Catholique de Louvain (UCL). Elle produit des logiciels pour la reconnaissance de caractères optiques, l'imagerie et le traitement électronique de documents.

Le groupe compte 400 collaborateurs, dont 80 en Recherche & Développement. I.R.I.S. livre actuellement à près de 1.000 sociétés clientes en Europe et compte environ 40 millions d'utilisateurs de son logiciel à travers le monde. Parmi les clients d'I.R.I.S., on compte HP, Apple, Samsung, Euroclear et Dexia.

Les fondateurs possèdent encore 12% du capital.

Le chiffre d'affaires de 2006 (81,8 millions EUR) se répartissait comme suit :

■ Europe :	89%
■ USA :	10%
■ Asie :	1%

■ Résultats et perspectives

I.R.I.S. a enregistré d'excellents résultats au cours du premier semestre. Le chiffre d'affaires a progressé de 39% pour atteindre 39,9 millions EUR et le bénéfice opérationnel brut a augmenté de 75% à 3,6 millions EUR. Ces bons résultats sont, d'après la société, à imputer, d'une part, à la forte évolution du marché et, d'autre part, au succès des nouvelles technologies d'I.R.I.S. (compression d'images iHQC®, facturation automatique et reconnaissance des caractères arabes).

I.R.I.S. a obtenu, en juin 2007, 10 millions EUR de placement privé auprès de la Compagnie Nationale à Portefeuille (groupe Frère) et de Sofinim (Ackermans & van Haaren), dont les deux groupes contrôlent ensemble 12% du capital.

I.R.I.S. possède un total de 25 millions EUR en caisse et va utiliser ces moyens pour des reprises sélectives. Le groupe a récemment déjà effectué deux petites acquisitions dans le segment du traitement des documents (Morningstar aux Pays-Bas et Docutec en Allemagne ; chiffre d'affaires consolidé en 2006 : 6,7 millions EUR). Indépendamment du résultat financier de ces 2 sociétés, le montant maximal que déboursera I.R.I.S. pour celles-ci sera de 7,9 millions EUR.

Le groupe cherche à augmenter son chiffre d'affaires dans les régions en développement telles que l'Asie du Sud-Ouest et par le biais de détaillants indépendants.

Malgré ses excellents résultats au premier semestre, I.R.I.S. n'a pas augmenté ses prévisions pour

l'ensemble de l'année 2007. Suite au lancement de nouveaux produits, la direction s'attend à de plus grands coûts opérationnels au second semestre. C'est probablement pour cette raison que les objectifs annuels n'ont pas été relevés.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 ont perdu 1% le mois dernier, tandis que les attentes bénéficiaires pour 2008 ont augmenté de presque 2%.

■ Analyse fondamentale

Cours :	51,90 EUR
Valeur comptable :	21,38 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,4
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	17,8
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	14,6
Rendement brut du dividende (2007) :	1,3%
Ratio Dette / Biens propres :	5%
Prochains résultats :	23 mars

■ Analyse technique

Le cours fluctue déjà depuis quelques mois autour des 50 EUR et ne donne aucun signal technique clair. La liquidité relativement basse du titre complique la réussite d'une stratégie de trading. L'image technique à court terme est neutre.

■ Notre opinion

I.R.I.S. a déjà un beau parcours (boursier) derrière elle. Le développement réussi de ses technologies a conforté sa bonne réputation et de beaux résultats financiers. Son marché est pour l'instant fort fragmenté et une phase de consolidation va pouvoir démarrer. I.R.I.S. a les moyens financiers pour effectuer des reprises ciblées de petits concurrents et grandir d'autant plus vite. Les récentes reprises ont donné lieu à d'intéressantes valorisations (moins de 7 fois le bénéfice opérationnel brut).

La plus grande opportunité (constituant déjà son chiffre d'affaires) se situe sur le marché des produits professionnels pour le traitement de données informatiques. Il s'agit d'un marché spécialisé avec des produits sur mesure et des revenus réguliers, contrairement à, par exemple, les scanners destinés au large public.

La tendance sous-jacente du marché semble positive pour I.R.I.S. et sa stratégie de croissance devrait lui permettre d'en bénéficier un maximum.

Vu les possibilités de croissance, I.R.I.S. est relativement bien valorisée. I.R.I.S. est recommandé à l'achat jusqu'à 52 EUR pour le moyen / long terme.

■ Profil

Siemens est un des plus importants groupes industriels au monde. Le groupe possède un large éventail d'activités telles que des centrales énergétiques, l'informatique, les locomotives, les réseaux de communication et l'équipement médical. Siemens compte 471.000 employés à travers le monde, répartis dans presque 190 pays.

Siemens prévoit une grande réorganisation qui va regrouper l'actuelle structure fragmentée en 3 grandes divisions, de sorte que le chiffre d'affaires en 2008 (environ 77 milliards EUR) se répartira grosso modo comme suit :

■ Industrie :	52%
■ Energie :	26%
■ Santé :	14%
■ Reste :	8%

■ Résultats et perspectives

Les résultats du dernier trimestre de Siemens pour l'année 2006-2007 furent meilleurs que prévus. Malgré la perte nette de 74 millions EUR comptabilisée et la moins-value sur la vente du département VDO Automotive, de bonnes nouvelles s'annoncent sur le plan opérationnel.

Le bénéfice opérationnel brut est passé de 0,8 milliards EUR à 2 milliards EUR, alors que les prévisions ne s'élevaient qu'à 1,8 milliards EUR. Ce sont les divisions les plus importantes qui ont contribué à ces beaux résultats : le bénéfice opérationnel brut des divisions Automatisation des fabriques, turbines énergétiques et systèmes médicaux ont augmenté de respectivement 42%, 193% et 43%.

Dans un même temps, Siemens s'est réorganisé en trois départements : Industrie, Energie et Santé. Cela devrait relancer la concentration du groupe sur les trois pôles de croissance importants. Chaque division se verra attribuer un nouveau directeur général qui rapportera directement au nouveau CEO, Peter Löscher. Cela permet aussi de construire un certain nombre de niveaux de management et de diminuer les coûts salariaux de 10% à 20%.

Durant la période 2008-2010, Siemens va racheter ses propres actions à concurrence de 10 milliards EUR afin d'optimiser la structure de son capital. Ces moyens proviennent principalement de la vente de filiales (telles que VDO Automotive).

Les prévisions bénéficiaires pour 2007 ont baissé de 1% ces 4 dernières semaines. Celles pour 2008 ont quant à elles augmenté de 2%.

■ Analyse fondamentale

Cours:	102,41 EUR
Valeur Comptable :	31,72 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	3,2
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	16,3
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	13,6
Rendement brut du dividende (2007) :	1,9%
Ratio Dette / Biens propres :	52%
Prochains résultats :	24 janvier

■ Analyse technique

L'indicateur MACD a généré un signal d'achat à court terme le 8/11. L'indicateur RSI est retombé hors de la zone de surachat et se situe actuellement en zone neutre. L'image technique à court terme est positive.

■ Notre opinion

Le scandale de corruption qui a éclaté fin 2006 et qui a coûté leur place tant au CEO qu'au Président du Conseil d'Administration n'a vraisemblablement pas dérangé Siemens au niveau opérationnel.

La concentration sur les 3 pôles de croissance, l'Industrie, l'Energie et la Santé est un développement positif, tant d'un point de vue stratégique que d'un point de vue opérationnel. Cela contribue également à une meilleure compréhension du groupe par les investisseurs (le groupe compte actuellement 11 subdivisions).

Le programme de rachat de ses propres actions représente presque 11% de la capitalisation boursière de Siemens et aura donc un impact positif sur le bénéfice par action. Au cours actuel, Siemens peut être achetée pour le moyen/long terme.



Profil

Vivendi Universal (VU) est un conglomérat investi dans la télécommunication et les médias. Les filiales détenues à 100% par VU sont : Universal Music Group, le plus grand groupe de musique au monde, Vivendi Universal Games, producteur de jeux interactifs et Canal+, la plus grande chaîne de télévision digitale payante en France et propriétaire d'une des plus grandes bibliothèques de films au monde.

De plus, VU a des participations dans deux sociétés de télécommunication : SFR (56%), le deuxième opérateur de téléphonie mobile français et Maroc Telecom (51%), la plus grande société de télécommunication au Maroc.

Le groupe détient également 20% des parts de NBC Universal, producteur américain de films et de programmes télévisés et exploitant de parcs à thème.

Le chiffre d'affaires (10,2 milliards EUR) au premier semestre 2007 se répartissait comme suit :

■ Canal+ :	21%
■ Universal Music Group :	20%
■ Vivendi Games :	5%
■ SFR (telecom) :	42%
■ Maroc Telecom :	11%

Résultats et perspectives

Les résultats du troisième trimestre 2007 ont donné une image partagée de la rentabilité du groupe. D'un côté le chiffre d'affaires du groupe a remarquablement augmenté de 12,1% pour atteindre 5,4 milliards EUR (sans les effets de taux de change), d'autre part le bénéfice opérationnel brut n'a pas suivi et n'a augmenté que de 3,6% à 1,3 milliards EUR (sans les effets de taux de change). Le principal responsable est son importante filiale, SFR, où la forte concurrence a légèrement fait baisser le bénéfice opérationnel brut de 0,6% pour atteindre 702 millions EUR. Universal Music Group souffre toujours de la baisse de vente de CD qui touche l'industrie de la musique, de sorte que son bénéfice opérationnel brut a baissé de 13% pour atteindre 115 millions EUR. Canal+, Vivendi Games et Maroc Telecom ont à nouveau généré des résultats exceptionnels avec une augmentation de leur bénéfice opérationnel brut de respectivement 39%, 85% et 13%.

Récemment, Vivendi a fusionné sa filiale Vivendi Games avec son concurrent américain coté en bourse Activision. A la fin de l'opération, Vivendi détiendra 52% du nouveau groupe né de cette fusion (Activision Blizzard). De cette manière, la section jeux de Vivendi sera également cotée en bourse. Activision Blizzard générera un chiffre d'affaires d'environ \$ 3,8 milliards

(chiffres pour 2007), ce qui en fera le leader du marché devant Electronic Arts.

Les prévisions bénéficiaires pour 2007 et 2008 sont restées stables durant le mois écoulé.

Analyse fondamentale

Cours :	32,30 EUR
Valeur Comptable :	17,23 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,9
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	13,4
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	12,2
Rendement brut du dividende (2007) :	4,0%
Ratio Dette / Biens propres :	33%
Prochains résultats :	5 mars

Analyse technique

L'indicateur MACD a généré un signal d'achat à court terme le 21 novembre. L'indicateur RSI se situe vraiment dans la zone de surachat de sorte qu'après sa récente augmentation, le cours risque de se replier quelque peu. L'indicateur MACD continue d'augmenter à long terme et pourrait donner un signal d'achat ces prochains jours. L'image technique à long terme continue de s'améliorer et deviendra vraisemblablement bientôt positive.

Notre opinion

L'opération de la filiale Vivendi Games semble constituer une évolution intéressante pour tirer cette petite division vers le haut via une introduction en bourse indirecte.

Vivendi reste principalement un groupe de télécoms : SFR et Maroc Telecom représentent 54% du chiffre d'affaires du groupe et 75% de son bénéfice opérationnel brut. Pour Vivendi, le risque lié au dollar reste relativement limité, vu que le groupe n'a réalisé que 12,2% de son chiffre d'affaires en dollars en 2006. Quelque temps après notre première recommandation publiée dans la revue mensuelle d'avril 2006, le cours a augmenté d'environ 13%. La valorisation actuelle se situe environ 8% plus bas qu'à l'époque et 13% en deçà de la moyenne du secteur télécom, de sorte que la recommandation à l'achat à moyen terme reste valable.



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

Durant le mois écoulé, nous avons commencé à prendre pieds, pour les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion, dans le marché de l'immobilier (titrisé) coté.

■ Pourquoi investir dans l'immobilier coté ?

Les placements immobiliers sont intéressants à plus d'un titre. D'une part, ils offrent un rendement de dividende très souvent supérieur aux rendements obligataires. En outre, contrairement aux obligations, leur rendement est protégé contre l'inflation puisque les loyers sont indexés automatiquement. D'autre part, les placements immobiliers sont relativement décorrélés des autres placements traditionnels que sont les actions et les obligations, c'est-à-dire qu'ils n'évoluent pas de la même façon (ni au même rythme ni avec la même ampleur ni toujours dans le même sens) que les autres placements (voir graphique ci-dessous), car ils ne présentent pas la même sensibilité aux mêmes facteurs. En conséquence, leur présence dans un portefeuille peut (cela dépend de leur proportion et des autres actifs détenus) permettre de réduire le risque global du portefeuille, tout comme, selon la même logique, un portefeuille investi à 20% en actions diversifiées et à 80% en obligations est moins risqué, toutes autres choses restant égales, qu'un portefeuille entièrement investi en obligations.

■ Pourquoi maintenant ?

De 2003 à 2006, l'immobilier coté a connu une vive appréciation, puisque sa valeur a été multipliée par 3 en trois ans sur le marché européen. Principalement deux facteurs expliquent cette hausse spectaculaire. D'une part, les immeubles eux-mêmes se sont sensiblement appréciés. Leur valeur a été soutenue par la baisse du

coût du crédit, conséquence directe de la baisse des taux d'intérêt, qui a permis d'emprunter davantage pour une même charge mensuelle de remboursement.

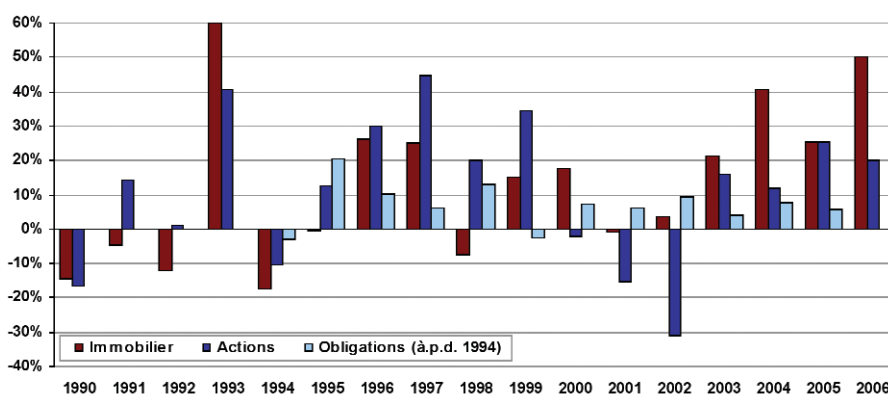
D'autre part, la même baisse des taux d'intérêt a rendu le rendement du dividende des véhicules d'investissement en immobilier cotés plus attractifs pour les investisseurs potentiels. Ainsi, si, sur le marché belge, la plupart des sicafi cotées se traitaient avec des décotes de l'ordre de 15% à 20% au début des années 2000, elles se traitaient, à la fin de 2006, avec des primes de la même ampleur.

Autrement dit, non seulement la valeur du portefeuille d'immeubles a crû sensiblement, mais les marchés financiers ont, dans le même temps, accordé une plus grande valeur aux véhicules d'investissement propriétaires de ces immeubles. On peut d'ailleurs évaluer que près de la moitié de l'appréciation de l'immobilier coté provient du seul accroissement d'engouement des investisseurs pour ce type de placement.

2007 a sonné la fin de cet engouement exagéré. La crise du « subprime » aux Etats-Unis n'y est peut-être pas étrangère, encore qu'il s'agisse, si c'est vrai, dans le cas des véhicules européens, d'un effet purement psychologique. L'immobilier coté européen s'est contracté de +/- 25% depuis le début de l'année, non pas, d'ailleurs, parce que la valeur des immeubles s'est effondrée, mais uniquement parce que la plupart des véhicules cotés ont perdu leur prime.

Nous avons donc réalisé un premier investissement dans Cofinimmo (qui a fait l'objet d'une analyse dans notre précédente revue mensuelle) à 121,10 EUR, notamment parce que ce prix est proche de la valeur intrinsèque de la sicafi belge. Nous poursuivrons prochainement par l'achat d'instruments collectifs (de type sicav) plus largement diversifiés sur l'Europe et, éventuellement, le monde.

Performances totales (dividendes et intérêts bruts compris) annuelles historiques* de trois types de placements (actions, obligations et immobilier titrisé coté) sur le marché européen



* Les performances passées ne présagent rien de l'avenir.

A la découverte de votre société de bourse

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

Dans cette deuxième édition de notre nouvelle rubrique « A la découverte de votre société de bourse », nous nous attarderons aujourd'hui sur un des centres névralgiques de notre Maison, à savoir la table de trading. C'est en effet au sein de ce département composé de cinq personnes que sont traités chaque jour les centaines d'ordres de bourse confiés par notre clientèle ou initiés par notre cellule de gestion de fortune. Christine Thys a rejoint la table de trading de Leleux Associated Brokers en mars 1999. Elle nous présente en quelques mots ce département.

A une époque où tout repose sur l'informatique, les télécommunications et les bourses électroniques, quel est devenu le rôle d'une table de trading au sein d'une société de bourse ?

La table de trading est le point de passage obligé pour tous les ordres de bourse que Leleux Associated Brokers doit traiter pour ses clients, que ces ordres soient donnés par nos clients physiquement, par téléphone ou par télécopie dans l'une de nos 30 agences, par l'intermédiaire d'Internet via Leleux On Line ou que ces ordres soient initiés par notre cellule de gestion de portefeuilles dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Mes collègues et moi-même nous chargeons alors de les transmettre dans les plus brefs délais soit directement dans les marchés dont nous sommes membres, soit auprès de correspondants locaux que nous avons sélectionnés avec soin.

Cela signifie-t-il que tous les ordres de bourse sont traités manuellement par vos soins ?

Non, loin de là ! Nous disposons d'accès en temps réel sur de nombreux marchés boursiers, soit en direct lorsque nous sommes membres du marché (comme Euronext, la Bourse de Luxembourg, Liffe ou Xetra), soit via des correspondants locaux lorsque nous ne sommes pas membres du marché (tels que le Nyse, le Nasdaq, l'Amex ou le CBOE). La grande majorité des ordres portant sur des valeurs cotées sur ces marchés sont donc envoyés informatiquement après un contrôle de faisabilité. Seuls les ordres pouvant perturber sensiblement le marché ou



Christine Thys
Dealer à la table
de trading de Leleux
Associated Brokers

dépassant certains seuils arrivent à la table de trading. Nous les défendons alors dans l'intérêt de nos clients.

Est-ce le seul cas où vous devez intervenir manuellement pour défendre des ordres de bourse ?

Non, il existe trois cas supplémentaires où nous devons également intervenir pour chaque ordre de nos clients. Tout d'abord, nous ne disposons pas nécessairement d'accès informatisés sur tous les marchés de la planète. Ainsi, dernièrement, un de nos clients souhaitait traiter une valeur sur la Bourse de Stuttgart (qui est un marché différent du Xetra, le marché électronique allemand, dont nous sommes membre). Nous devons alors transmettre les ordres sur ces marchés manuellement à notre correspondant local pour que lui-même le défende sur place, puis introduire dans notre système informatique les modalités d'exécution une fois celle-ci réalisée. En deuxième lieu, nous devons également intervenir pour les ordres portant sur des valeurs cotées sur un marché réglementé, mais où le volume est inexistant sur ce marché. Il est alors dans l'intérêt du client de traiter cet ordre hors marché. C'est principalement le cas des euro-obligations sur le marché secondaire. Nous sommes bien souvent amenés à contacter des contreparties un peu partout en Europe pour trouver le meilleur prix pour notre client, car il n'y a pas de vendeur ou d'acheteur présents sur le marché réglementé. Finalement, nous traitons manuellement tous les ordres concernant le marché primaire.

Vous parlez de marché primaire et de marché secondaire. Qu'entendez-vous par là ?

Un marché secondaire est un marché où s'échangent des valeurs mobilières entre investisseurs. Un marché primaire est au contraire un marché d'émission, c'est-à-dire où un émetteur entre en contact avec un investisseur. Souscrire à un bon d'Etat, à un bon de caisse, à une nouvelle euro-obligation, à une sicav ou participer à une introduction en bourse, sont des opérations qui se déroulent sur le marché primaire.

Vous travaillez depuis 1999 chez Leleux Associated Brokers. Que retenir de ces 8 dernières années ?

Principalement que pour faire ce métier, il faut non seulement avoir une résistance au stress importante, mais qu'il faut également aimer le changement ! Ainsi, de 2000 à 2004, l'intégration progressive des bourses de Bruxelles, Amsterdam, Paris et de Lisbonne au sein d'Euronext ont nécessité un grand nombre d'adaptations. Chaque année, de nouveaux produits apparaissent, de nouvelles connexions informatiques avec les marchés sont mises en place, de nouveaux ordres sont proposés par les marchés. C'est chaque fois l'occasion de relever un nouveau défi !

■ **Mercredi 12 décembre 2007 : Séminaire INVESTA**
Stratégie de sélection opportuniste sur fond de crise.

Langue : Français
 Orateur : Frédéric Liefferinckx
 Lieu : FUCAM à Mons
 Heure : 18h
 Renseignements : - Mr Guy Verhaeghe - 069/64.69.01
 - Mme Roseline Bizoux - 065/56.06.61
 - Mr Olivier Hautenaue - 065/56.06.62

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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 21 93 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
	– DAMKAAI Damkaai, 4	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	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 61 25
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:
 30 novembre 2007