

Edito

Dans quelques jours, les différentes institutions financières feront parvenir à leurs clients respectifs la situation titres et espèces des portefeuilles qu'ils ont déposés auprès de celles-ci. En ce début d'année 2009, la grande majorité des investisseurs particuliers y porteront une attention particulière, compte tenu des rendements négatifs des marchés financiers en 2008.

Dans le cadre de cette revue de début d'année, nous vous invitons à prendre rendez-vous avec votre chargé de clientèle habituel afin de parcourir ensemble ce portefeuille, qu'il soit déposé chez Leleux Associated Brokers ou auprès d'une autre institution financière, et d'en vérifier la correcte diversification et l'adéquation de sa répartition avec votre profil d'investisseur, si du moins celui-ci a déjà été établi par nos soins. Si ce n'est pas encore le cas, votre chargé de clientèle habituel se fera un plaisir de vous poser quelques questions lors de cet entretien pour remplir cette formalité.

Nous ne saurons en effet jamais suffisamment insisté sur l'importance de la diversification des investissements financiers, que cette diversification soit considérée au niveau du type des produits financiers dans lesquels l'épargne des investisseurs est placée, ou au niveau des émetteurs de ces différents produits financiers. Ici, l'avis éclairé de votre chargé de clientèle peut vous être très précieux et vous éviter des déboires importants en cas de retournement important des marchés, à l'instar de ce que nous avons connu durant le second semestre de 2008.

En ce début d'année où d'aucuns seront à la recherche d'économies de toute part, nous vous invitons également à analyser attentivement les différents relevés envoyés par d'autres institutions financières relatifs aux frais de tenue

de vos portefeuilles titres ; vous y découvrirez dans de nombreux cas des droits de garde ou autres frais de tenue de compte que vous pourriez tout à fait éviter en déposant vos avoirs titres auprès de notre Maison.

En effet, bons de caisse, bons d'Etat, sicav, euro-obligations, actions, warrants, ou autres produits dérivés peuvent être conservés gratuitement auprès de notre Maison et pour votre compte, et ce en toute sécurité. Pour ceux qui disposent d'un accès Internet, notre application Internet Leleux On Line, entièrement sécurisée et assurant confidentialité et rapidité, vous permet de consulter ce portefeuille titres en temps réel et d'ainsi de disposer d'une valorisation globale et réaliste de votre portefeuille titres. Ici également, l'accès à Leleux On Line est entièrement gratuit et vous permet en outre d'introduire vos ordres de bourse en temps réel, et ce à tout heure du jour ou de la nuit. N'hésitez pas à consulter votre chargé de clientèle habituel à ce sujet. Nous nous ferons un plaisir d'analyser avec vous les solutions les plus adaptées à votre situation personnelle.

En 2009, comme depuis plus de quatre-vingt années, Leleux Associated Brokers se veut être votre partenaire privilégiée dans la gestion de votre portefeuille boursier et dans vos investissements financiers. Nos 60 chargés de clientèle sont prêts à vous accueillir dans nos trente agences pour vous fournir l'expertise et les conseils dont vous pourriez avoir besoin. N'hésitez pas à faire appel à eux.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous présenter, au nom de tous les collaborateurs de votre société de bourse, nos meilleurs vœux 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 Repsol YPF	6
	Analyse de Euronav	7
	Analyse de Mobistar	8
	Analyse de Munich Re	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)

241,90 -1,3%⁽¹⁾ ↘
-53,1%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

1 846,63 +2,1%⁽¹⁾ ↗
-55,3%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

3 116,21 -1,7%⁽¹⁾ ↘
-44,5%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

4 629,38 +1,5%⁽¹⁾ ↗
-42,6%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

4 216,59 +1,5%⁽¹⁾ ↗
-34,7%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

5 399,58 -1,8%⁽¹⁾ ↘
-36,4%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2 015,16 -3,3%⁽¹⁾ ↘
-45,3%⁽²⁾ ↘

DJII (USA)

8 515,55 -2,4%⁽¹⁾ ↘
-35,8%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

1 530,24 -0,1%⁽¹⁾ ↘
-42,3%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

8 310,55 -3,9%⁽¹⁾ ↘
-39,9%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

8 739,52 +6,4%⁽¹⁾ ↗
-42,9%⁽²⁾ ↘

MSCI World

893,42 +1,9%⁽¹⁾ ↗
-43,8%⁽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

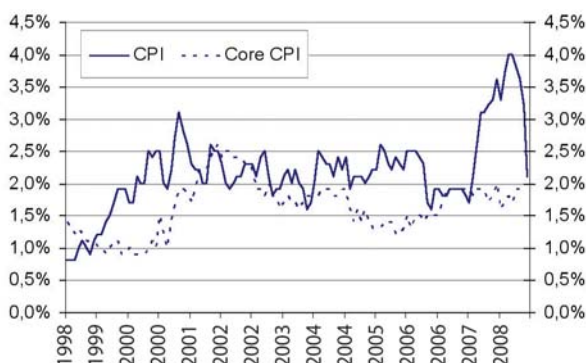
Union économique et monétaire (UEM)

La "croissance" économique du troisième trimestre de 2008 s'est élevée à -0,2% (comme au cours du trimestre précédent). Le recul fut le plus important en Allemagne et en Italie, avec une baisse de -0,5%. La confiance économique et la confiance des consommateurs de la zone euro, d'une part, et de Belgique et d'Allemagne, d'autre part, ont à nouveau fortement diminué ces derniers mois et se situent à présent aux alentours des niveaux les plus bas de 1992-1993.

La discussion relative au fantôme inflationniste a été rapidement balayée ces derniers mois, puis remplacée par l'ombre du monstre de la déflation encore plus dangereux. Cette discussion est en partie influencée par les cabrioles des prix de l'énergie. Suite à la volatilité spectaculaire, le baril de pétrole brut a atteint, fin décembre, un prix inférieur de 51% (en EUR) par rapport à l'année précédente. Après avoir exercé une pression fortement haussière sur les chiffres d'inflation depuis fin 2007, le prix du pétrole a à présent un effet très modérateur. Il est même possible que le chiffre d'inflation général en devienne négatif dans le courant de l'année.

L'inflation sous-jacente (sans contribution des prix de l'énergie et de l'alimentation) est restée plutôt stable ces 5 dernières années en variant entre 1,5% et 1,9% et elle démontre que le pouvoir de fixation des prix de la plupart des entreprises est resté relativement faible pendant la forte hausse des prix de l'énergie et le rétablissement économique depuis 2003.

Indice des prix à la consommation zone euro (12/98 - 11/08)



L'inflation sous-jacente n'a donc jamais vraiment pu dérailler et elle démontre les forces de base déflationnistes importantes de l'économie mondiale actuelle. Dans cette période de forte récession, on peut donc logiquement s'attendre à ce que le pouvoir de fixation des prix restant de nombreuses entreprises fonde comme neige au soleil.

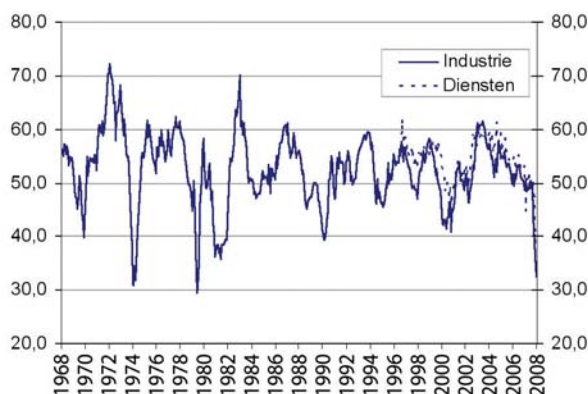
Etats-Unis d'Amérique (USA)

Aux USA, l'inflation générale connaît également un recul rapide. Le pic de l'été dernier (5,6%) fait à présent place à une inflation maîtrisée de 1,1%. L'inflation sous-jacente est ici aussi restée relativement sous contrôle au cours de ces cinq dernières années (mais de manière un peu plus volatile) avec des augmentations de prix moyennes situées entre 2% et 3%.

Les indicateurs économiques avancés ont également continué à reculer ces derniers mois et semblent bien partis pour battre le niveau le plus bas atteint en 1991.

Les indicateurs de sentiment des directeurs d'achats traduisent encore mieux la situation sur le terrain : nous atteignons des niveaux rares, voire jamais vus, et ce, tant dans l'industrie que dans le secteur des services.

Sentiment des directeurs d'achats USA (1968 - 2008)



Ce n'est que pendant les crises des années '70 que des niveaux encore inférieurs ont été atteints dans le secteur industriel. Les problèmes rencontrés dans le secteur automobile américain n'y seront pas étrangers.

Comme nous nous y attendions déjà en été, la crise laisse également de profondes traces en ce qui concerne les ventes au détail, qui ont baissé de 2,9% en novembre sur une base annuelle. L'indicateur un peu plus large du budget personnel des ménages n'a augmenté que de 0,5%, le pire chiffre depuis 1961...

Entre-temps, on attend d'autres détails du plan de redressement du futur président Obama. Pour ce faire, il faudra patienter jusqu'en février, mais les lignes de force sont déjà fixées : quelque 800 mrd USD seront essentiellement consacrés à des travaux d'infrastructure et à la consommation rationnelle de l'énergie. Ce plan n'entrera probablement pleinement en action que vers fin 2009.



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

Une fois n'est pas coutume, Fortis a enregistré la meilleure performance du mois. En effet, l'acceptation par la Commission Européenne de son plan de sauvetage a permis au titre de gagner près de 61%. Le secteur des assurances s'est démarqué particulièrement, en atteste les performances d'Allianz (+35%), d'Aegon (+31%) et d'ING (+22%). Le titre BNP Paribas a perdu près de 27% ce suite aux différents rebondissements dans la saga Fortis.



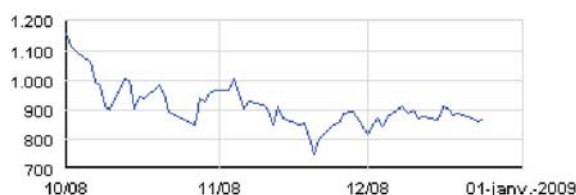
FTSE 100

Le distributeur de matériel de salle-de-bains Woseley PLC a vu son titre grimper de 41,50%. En effet, les analystes ont apprécié l'adoption par cette société d'un nouveau système de navigation qui lui permettra d'optimiser ses livraisons. Le titre Rio Tinto a cédé plus de 12% suite à la détérioration de son "credit rating" due entre autre à l'échec de son acquisition par BHP Billiton.



S&P 500

La société Prologis a vu le cours de son action s'envoler de 268% après avoir annoncé la vente de ses activités en Chine ainsi que la vente d'investissements immobiliers au Japon. Ces ventes ont pour but d'augmenter la solvabilité de Prologis et de rassurer les marchés quant à sa solvabilité. L'annonce par la société Sprint Nextel Corp de la suppression de milliers d'emplois ainsi que d'estimations bénéficiaires en baisse de 14% de la part des analystes ont fait baissé le cours de son action de 32%.



Nikkei 225

Meidensha Corp (+95,95%), le producteur de moteurs électrique, a annoncé l'augmentation de 150% de sa capacité de production de capteurs destinés aux moteurs hybrides, ainsi que l'augmentation significative de sa capacité de production d'éléments rentrant dans la réalisation de panneaux solaires. Le manufacturier Bridgestone subit la crise du secteur automobile, le titre cède un peu plus de 18% sur la période.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
UEM	Confiance économique	72,0	74,9	08/01
USA	Ventes au détail (hors voitures) – base mensuelle	-	-1,6%	14/01
UEM	Décision taux d'intérêt de la BCE	-	2,50%	15/01
UEM	Indice des prix à la consommation (CPI) – base mensuelle	-	-0,5%	15/01
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) – base mensuelle	-	0,0%	16/01
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	9,0	21/01
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	22/01
UEM	Belgique : confiance des entreprises	-	-31,3	23/01
UEM	Allemagne : indice de confiance IFO	-	76,8	27/01
USA	Décision taux d'intérêt de la Fed	-	0,25%	28/01
JAP	Ventes au détail – base mensuelle	-	-0,1%	29/01
USA	Commandes biens durables (hors transport)	-	1,2%	29/01
JAP	Produit intérieur brut (PIB)	-	-1,8%	16/02



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)

0,71 -8,5%⁽¹⁾
+3,6%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,04 -12,1%⁽¹⁾
-23,2%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,78 -3,6%⁽¹⁾
+27,7%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -10,0%⁽¹⁾
-21,0%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 +0,0%⁽¹⁾
+0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,67 +3,1%⁽¹⁾
+10,3%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,48 -4,4%⁽¹⁾
-19,5%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,58 -7,8%⁽¹⁾
-16,0%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,79 -4,8%⁽¹⁾
+0,5%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -8,0%⁽¹⁾
-11,8%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,38 -1,7%⁽¹⁾
-4,7%⁽²⁾

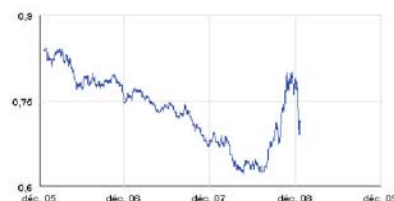
SEK/EUR (Suède)

0,09 -7,8%⁽¹⁾
-16,0%⁽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

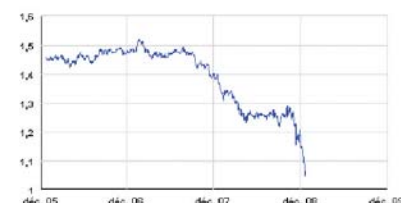
USD/EUR

La récession que traverse actuellement les Etats-Unis a poussé les autorités monétaires à baisser leur taux directeur à un niveau historiquement bas, près de 0%. Par conséquent, vu le différentiel de taux, les investisseurs se sont détournés du billet vert, qui a perdu 8.4% dans la foulée.



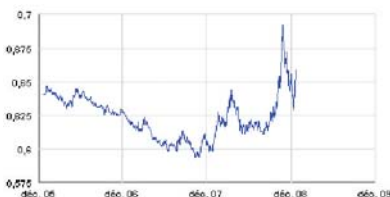
GBP/EUR

La livre sterling continue sa chute vertigineuse et perd ce mois-ci plus de 12%. La récession que traverse actuellement la Grande-Bretagne a de nouveau poussé la Banque centrale d'Angleterre à baisser son taux directeur, pour le porter cette fois-ci à 1,5%, ce qui constitue son niveau le plus bas de tous les temps.



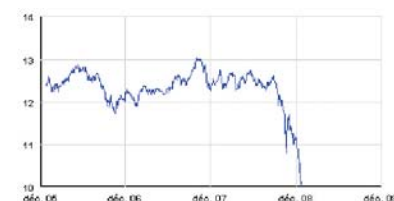
CHF/EUR

Grâce à son statut de valeur refuge, le franc suisse a terminé le mois en hausse de 3,12%. En effet, suite à l'émergence de la récession actuelle, les investisseurs anticipent une baisse des principales devises et rapatrient leurs avoirs vers la devise helvétique.



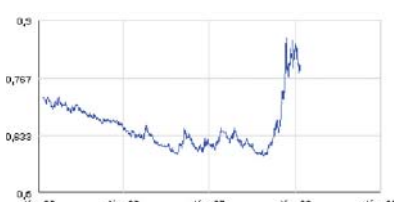
NOK/EUR

La récession actuelle entraîne une diminution drastique de la demande de pétrole qui voit son cours plonger de manière vertigineuse. Par conséquent, vu que la Norvège est un important producteur de pétrole, cette baisse entraîne une baisse de la demande de couronnes norvégiennes sur le marché des changes.



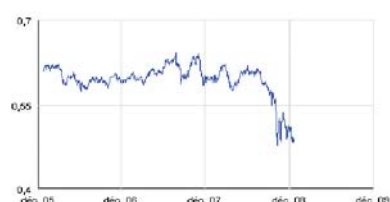
JPY/EUR

La publication de chiffres macroéconomiques particulièrement mauvais a conduit la banque centrale du Japon à baisser son taux directeur à 0,1%. Le yen a reculé de 3,7% ce mois-ci.



AUD/EUR

La devise australienne a perdu 4,36% ce mois-ci. Suite à la persistance de la récession actuelle, les investisseurs anticipent toujours de futures baisses de taux de la part de la banque centrale australienne.



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

Face à l'ampleur de la crise actuelle, la Federal Reserve (Fed) a déployé des moyens sans précédent. En effet, lors de son dernier comité monétaire du 16 décembre la Fed a décidé de baisser son taux directeur à « quasi 0% » (il s'agit en fait d'un intervalle technique compris entre 0% et 0,25%), ce qui constitue son niveau le plus bas de tous les temps.

Vu les circonstances macroéconomiques actuelles, ce niveau de taux d'intérêts exceptionnellement bas devrait perdurer relativement longtemps.

Par ailleurs, après avoir déployé l'ensemble de son arsenal conventionnel (il ne lui reste plus aucune marge de manœuvre pour baisser ses taux), la Fed se déclare à présent disposée à racheter certains actifs tels que des obligations d'état, des obligations d'agences publiques et voir même (selon nos anticipations) certaines obligations d'entreprise, afin de faire baisser les taux à plus long terme, ce qui permettrait aux acteurs privés un refinancement de leurs dettes à des taux plus favorables et constituerait un pas important vers le rétablissement d'une croissance longue et durable.

En Europe, la dégradation rapide de l'économie et la baisse brutale de l'inflation ont conduit le gouverneur de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, à baisser son taux directeur de 75 points de base. Néanmoins, même si cette baisse constitue la baisse la plus importante de l'histoire de la BCE, celle-ci ne satisfait pas entièrement les marchés qui attendent avec impatience que le taux directeur passe sous la barre des 2% (il est actuellement de 2,50%).

En Europe, les rendements des obligations d'Etat à 5 ans et à 10 ans ont légèrement diminué au cours de ce mois, à respectivement 2,68% (-0,32 points) et 3,32% (-0,37pts). Aux Etats-Unis, les rendements obligataires s'élèvent à respectivement 1,41% (-0,55pts) et 2,25% (-0,76 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.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)

1,3760% -27,20 ⁽¹⁾ ↓
-228,50 ⁽²⁾ ↓

EUR (10 Ans)

2,9370% -45,30 ⁽¹⁾ ↓
-139,40 ⁽²⁾ ↓

USD (3 Mois)

-0,0091% -1,92 ⁽¹⁾ ↓
-324,61 ⁽²⁾ ↓

USD (10 Ans)

2,1716% -102,58 ⁽¹⁾ ↓
-185,14 ⁽²⁾ ↓

- (1) Différence sur un mois en points de base
(2) Différence au 31/12/2007 en points de base

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN
EUR	ROYAL BANK CANADA	3,875%	31.10.2011	99,28	4,15%	AAA	XS0272639336
EUR	ABN AMRO BANK NV	4,625%	28.10.2013	100,51	4,50%	AA2	XS0179253934
EUR	EUROPEAN INVESTMENT BANK	3,125%	15.10.2015	99,40	3,22%	AAA	XS0230228933
EUR	DEUTSCHE BAHN FINANCE BV	4,250%	23.11.2016	99,71	4,29%	AA1	XS0205790214



NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

■ Repsol YPF (ISIN ES017351611 - 14,63 EUR)

■ Profil

L'espagnol Repsol YPF est un groupe gazier et pétrolier intégré, qui opère dans une trentaine de pays, et emploie plus de 35.000 personnes. Il occupe une position de leader en Espagne et en Argentine, et se situe dans le top 10 mondial des compagnies pétrolières privées. Depuis l'acquisition d'YPF en 1999, Repsol est devenu la plus grande société pétrolière d'Amérique Latine. Le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit :

■ Raffinage et distribution :	69%
■ Exploration pétrole/gaz naturel :	8%
■ Pôle argentin-YPF :	14,20%
■ Distribution gaz et production d'électricité :	8,18%

La répartition géographique du CA est la suivante : Espagne (49,3%), Argentine-Brésil-Bolivie (14,3%) et autres (36,4%).

■ Résultats et perspectives

Le géant pétrolier russe Lukoil serait prêt à mettre 10 milliards d'euros pour racheter à Sacyr et à la Caixa 30% de Repsol. L'offre valoriserait l'action Repsol entre 27 à 28 EUR, soit le double du prix actuel. Les actionnaires majoritaires du pétrolier ibérique sont, d'une part, le groupe espagnol de Bâtiments et Travaux Publics Sacyr, avec une participation de 20%, et d'autre part, la caisse d'épargne espagnole la Caixa, qui détient près de 14% des titres. Pour faire court, ces deux actionnaires ont besoin de liquidité de façon urgente. Sacyr aimerait réduire son endettement, qui dépasse les 18 milliards d'euros, et la Caixa souhaiterait réhausser sa solvabilité. Crise financière oblige.

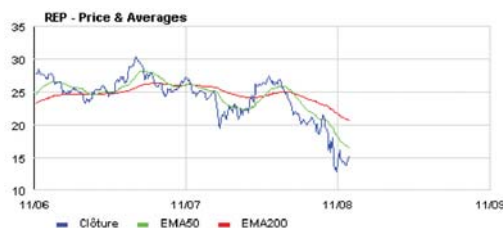
L'opération soulève des réactions contrastées. Certains redoutent l'emprise du pouvoir russe, et le dossier prend une tournure politique depuis quelques jours. Le président du gouvernement espagnol Zapatero a déclaré qu'il se battra pour que le groupe pétrolier Repsol reste espagnol et indépendant. Sacyr a déclaré qu'il préférerait ne pas céder la participation dans Repsol s'il peut bénéficier de l'aide du gouvernement espagnol pour assurer le refinancement de sa dette. Dans le même ordre d'idée, la Caixa cherche à présent des alternatives à la vente de sa participation à Lukoil, dont l'une serait de vendre au groupe français Total. Le président de Repsol a averti que tout actionnaire souhaitant contrôler Repsol devra lancer une OPA et ne pourra pas se contenter d'une part minoritaire. La surenchère commence.

En bourse, ces perspectives se traduisent de la sorte : 35 analystes suivent la valeur. Les anticipations bénéficiaires ont baissé de 6% ces trois derniers mois. La recommandation moyenne s'établit à "Accumuler", en amélioration sur la même période. L'objectif de cours gravite aujourd'hui autour des 23,25 EUR, laisse 59% de potentiel de hausse, mais est révisé en baisse ce dernier trimestre.

■ Analyse fondamentale

Cours :	14,63 EUR
Valeur comptable :	16,43 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,89
Ratio Cours/Bénéfice :	6,09
Rendement brut du dividende :	7,57%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	47,50%
Prochains résultats :	fin février 2008 (4 ^{ème} trimestre)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Une prise de contrôle de Repsol permettrait à Loukoil de bien progresser dans le raffinage en Europe occidentale. Néanmoins, nous pointons plusieurs difficultés dans ce dossier : Premièrement, à +30 EUR par action, 30% de Repsol vaudraient plus de 11 milliards d'euros, et l'on peut se demander si Loukoil pourrait lever l'argent nécessaire au financement de l'opération. Deuxièmement, Sacyr avait payé sa participation 26,7 EUR par action en 2006. Pour finir, la main-mise russe sur les approvisionnements en ressources énergétiques inquiète. De plus, Sacyr vient de vendre sa société d'autoroutes, ce qui lui permet de réduire d'un tiers le poids de sa dette, et de gagner du temps.

Quoi qu'il en soit, cette agitation a le mérite de jeter la lumière sur un titre fondamentalement sous-évalué. Accumuler sur faiblesses. Profil de risque modéré.

■ Euronav (ISIN BE0003816338 - 9,90 EUR)

■ Profil

Euronav est un armateur, un opérateur et un gérant de navires. Il figure parmi les leaders mondiaux du transport maritime de produits pétroliers. L'activité du groupe est assurée entre les régions de production du Moyen Orient et d'Afrique occidentale et les principales régions de consommation (Amérique du Nord, Extrême Orient et Europe). Le groupe exploite une flotte de 40 superpétroliers d'un âge moyen d'à peine plus de 5 ans, et a entamé la construction de 8 nouveaux navires. La flotte est constituée de 2 Aframax (petit tonnage), de 21 Suezmax (tonnage moyen), de 15 VLCC (Very Large Crude Carrier), et de 2 VPLUS (Ultra Large Crude Carrier). Outre sa flotte de pétroliers modernes, Euronav offre également un éventail complet de services maritimes intégrés. En avril 2005, Euronav conclut une alliance stratégique importante avec Tanklog Ltd. Cette alliance faisait de Tanklog (famille Livanos) le deuxième actionnaire majoritaire. Le premier actionnaire reste la famille Saverys, qui détient 39% des titres. Avec le clan Livanos (21%), les actionnaires de référence verrouillent près de 60% du capital.

■ Résultats et perspectives

Euronav a communiqué ses derniers résultats en date du 21 octobre 2008 (3^{ème} trimestre). Au 3^{ème} trimestre 2008, la société a obtenu un résultat net de 158 millions d'USD, à comparer à une perte de 23,3 millions d'USD pour la même période l'année passée. Le cash-flow opérationnel (EBITDA) pour cette même période s'élève à 216,6 millions d'USD, contre 43,8 millions pour l'exercice antérieur. Cet excellent cru trouve partiellement son origine dans une plus-value de 49,50 millions de USD enregistrée ce trimestre sur la vente du VLCC double coque Bourgogne. La moyenne des revenus journaliers ou "TCE" (time charter equivalent) obtenu par la flotte en propriété s'élevait approximativement à 116.000 USD par jour, chiffre trois fois supérieur à l'année précédente (36.500 USD par jour).

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres cette fois, les performances connaissent une progression fulgurante. Les taux des VLCC ont été extrêmement porteurs au cours du troisième trimestre et de loin les plus élevés pour un troisième trimestre. Les taux très élevés obtenus depuis le début de l'année soulignent le déséquilibre momentané entre l'offre et la demande pour des navires modernes double coque. En effet, il est déjà certain que la croissance de la flotte mondiale de VLCC sera négative pour l'année 2008 grâce à une vague de conversions de VLCC, la plupart des simples coques, en super minéraliers ou

en plates-formes de stockage et de déchargement. Ceci procurera à Euronav les meilleurs résultats, pour une année complète, jamais enregistrée.

■ Analyse fondamentale

Cours :	9,90 EUR
Valeur comptable :	20,20 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,49
Ratio Cours/Bénéfice :	4,83
Rendement brut du dividende :	10,9%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	115%
Prochains résultats :	20 janvier 2009 (4 ^{ème} trimestre)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Depuis la moisson historique arrêtée au 30 septembre, quelques mois se sont écoulés au cours desquels les prix du fret se sont littéralement écroulés. Le marché du transport maritime de pétrole brut est un marché cyclique et hautement volatil. A l'analyse du Baltic Dry Index (fortement corrélé avec les taux de transport pétroliers), il ne reste que les yeux pour pleurer : L'indice a abandonné près de 73% depuis la clôture du 3^{ème} trimestre. La raison implicite est à trouver dans le coup de frein brutal de l'économie en général et des transports en particulier, et dans l'anticipation de la baisse de production d'hydrocarbures. La correction a été sévère, et vraisemblablement fort exagérée. Les prix se stabilisent depuis plusieurs semaines.

Le secteur table toujours sur un déficit structurel d'offre de superpétroliers. Beaucoup de navires à simple coque sont envoyés à la ferraille, convertis en vraquiers ou en station de stockage pour l'industrie offshore.

En termes de valorisation, il est probable que l'exagération ait également joué à plein. Le groupe anversoise se traite à la moitié de sa valeur comptable, et affiche une décote de 40% par rapport à ses pairs. Les anticipations bénéficiaires sont il est vrai en berne, mais restent sujettes à de vifs redressement en cas de redémarrage.

Nous serions d'avis d'accumuler avec parcimonie, sur cassure technique. Profil de risque : Elevé.

■ Mobistar (ISIN BE0003735496 - 52,70 EUR)

■ Profil

Mobistar est l'un des principaux acteurs du monde des télécommunications en Belgique et au Luxembourg. L'entreprise est active dans le domaine de la téléphonie fixe et mobile, de l'ADSL et d'autres marchés à fort potentiel de croissance, comme la transmission des données. Des produits et services innovants sont développés pour le marché résidentiel et pour celui des professionnels. Mobistar est cotée à la Bourse de Bruxelles et appartient au groupe Orange qui rassemble les principales activités mobiles de France Télécom. Afin de soutenir sa stratégie commerciale, Mobistar dispose de 150 Mobistar Centers. Le chiffre d'affaires se répartit entre Mobile (95%) et Fixe (5%). La quasi totalité du chiffre d'affaires est réalisée sur le marché belge. D'autre part, Mobistar a signé un accord de rachat de l'opérateur luxembourgeois de téléphonie mobile VOXmobile, ce qui lui permet de prendre pied au Luxembourg.

■ Résultats et perspectives

L'opérateur a communiqué ses derniers résultats en date du 21 octobre 2008 (3^{ème} trimestre). Mobistar est parvenu à présenter un chiffre d'affaires consolidé en hausse, malgré l'impact des mesures réglementaires et un climat économique défavorable. L'opérateur a tout bonnement poursuivi sa croissance : A la fin du troisième trimestre 2008, le groupe enregistre une croissance de 10% de la base clients en un an, avec 3.752.491 clients actifs. Le chiffre d'affaires consolidé est en progression de 1,3 % par rapport à l'exercice précédent, et la marge EBITDA est restée stable à 41,5% du chiffre d'affaires grâce entre autres à une gestion efficace des coûts. Au cours des neuf premiers mois de cette année, Mobistar a investi près de 110 millions d'euros dans son réseau. L'opérateur dispose aujourd'hui du réseau mobile large bande le plus complémentaire en Belgique, avec une couverture de 99% de la population pour le réseau EDGE et de 78% de la population pour le réseau HSDPA.

Ce à quoi il faut opposer quelques éléments moins heureux : le revenu mensuel par client (ARPU – pour Average Revenue Per User) a décliné de 7,8%, passant en un an de 35,61 euros à 32,83 euros. Cette baisse résulte de la nouvelle diminution des tarifs de terminaison mobile et de roaming. Mais la diminution de l'ARPU a été ralentie au troisième trimestre 2008 par l'augmentation des services de données mobiles et par une nouvelle progression du trafic voix.

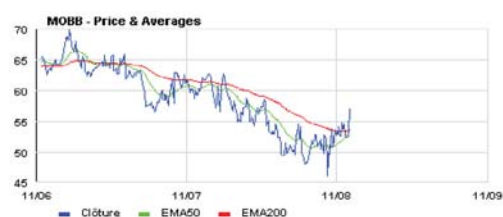
Les bons résultats des neuf premiers mois de 2008 permettent à Mobistar de confirmer ses prévisions

pour l'ensemble de l'exercice 2008, tel qu'annoncé à la fin du premier semestre (diminution de 0 à 2% du chiffre d'affaires, marge d'EBITDA à 40% minimum, niveau d'investissement aux alentours de 10% du chiffre d'affaires et baisse de 2 à 4% du résultat net par action).

■ Analyse fondamentale

Cours :	52,70 EUR
Valeur comptable :	7,08 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	7,44
Ratio Cours/Bénéfice :	11,77
Rendement brut du dividende :	7,24%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	0%
Prochains résultats :	5 février 2009 (4 ^{ème} trimestre)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Mobistar est chassé pour son coupon. A l'instar de Belgacom, la société présente des résultats d'une grande régularité. Une large partie de ces bénéfices est retournée à l'actionnaire sous forme de dividende.

Le marché belge présente certes peu de potentiel de croissance. De plus, les réglementations très restrictives mettent à mal la rentabilité des opérateurs de téléphonie, en témoigne la diminution des revenus par abonné. Mais cette baisse a été compensée grâce à l'augmentation du nombre de client et de l'explosion du marché des données. Sur le marché résidentiel, la substitution du fixe par le mobile se poursuit, et Mobistar dispose là d'un excellent positionnement.

Si nous pouvions résumer en quelques mots, nous dirions qu'il s'agit là d'un candidat de qualité (fondamentale s'entend), qui se traite à des valorisations basses par application des ratios sectoriels, et qui a le mérite d'offrir un excellent coupon dans un contexte de baisse des taux à venir. Accumuler sur faiblesses. Profil de risque modéré.

■ Munich Re (ISIN DE0008430026 - 105,34 EUR)

■ Profil

Munich Re Group est un des plus grands groupes mondiaux de réassurance, et le deuxième assureur en Allemagne en termes de primes brutes. Plus de 5.000 compagnies d'assurance dans 150 pays font appel à l'expertise de Munich Re. L'assurance traditionnelle se focalise essentiellement sur l'Europe et l'Allemagne. L'assureur opère via ERGO Insurance Group et Europäische Reiseversicherung. Le groupe ERGO est né de la fusion entre Victoria, Hamburg-Mannheimer, DKV, D.A.S. et KarstadtQuelle Versicherungen. D'autre part, Munich Re est un des plus grands gestionnaires de fonds européens, et cela par l'intermédiaire de MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH, qui s'occupe de gérer les investissements du groupe. Les primes émises brutes par pôle d'activité se répartissent comme suit :

■ Réassurance :	53,7%
■ Assurance vie et santé :	46,3%

■ Résultats et perspectives

Munich Ré a communiqué ses derniers résultats en date du 7 novembre 2008 (3ème trimestre). Pour les neuf premiers mois de l'année, le groupe Munich Re a enregistré un chiffre d'affaires quasiment stable à 28,13 Milliards d'Euros. Par contre, le résultat provenant des activités d'investissements a décliné de 48,4%. Cette déconvenue a teinté les résultats opérationnels d'un rouge profond : Le résultat d'exploitation est en baisse de 38,8% par rapport à la même période l'année passée. Les impôts ont doublé sur la période, et impactent le bénéfice net dans une large mesure (-57%).

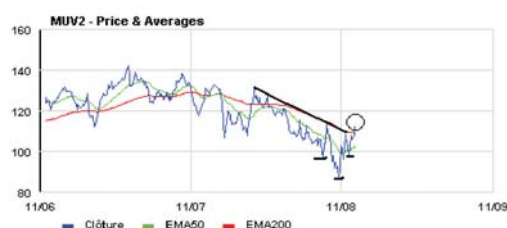
Divisions par divisions, les résultats se présentent comme suit : Dans la branche réassurance, les affaires se sont assez bien maintenues, malgré les pertes majeures liées aux ouragans Gustav et Ike. Les revenus totaux sont en légère diminution de 0,2%. Par contre, le résultat d'exploitation de cette unité s'est contracté de 16,0%. Dans l'assurance cette fois, si le chiffre d'affaires a augmenté de 1,60%, le résultat d'exploitation a quant à lui baissé de 54%. En ce qui concerne l'activité d'investissement, le résultat opérationnel a décliné de plus de 48%, à 3,9 milliards d'Euros, contre 7,6 Milliards l'année passée. La crise profonde que traversent les sociétés AIG et Washington Mutual n'a pas eu d'impact notable sur les résultats de Munich Re. La faillite de Lehman Brothers a conduit le groupe à acter 115 Millions d'Euros de réduction de valeur. Au vu des dégâts considérables sur les marchés financiers, le profit annuel espéré de la société n'atteindra pas les

2 Milliards d'Euros escomptés (soit +/- 10 EUR par action). Quoi qu'il en soit, le dividende attendu devrait rester au beau fixe, et totaliserait 5,50 EUR par action. Munich Re réaffirme son ambition de porter son bénéfice par action à +/- 18 EUR en 2010.

■ Analyse fondamentale

Cours :	105,34 EUR
Valeur comptable :	108,11 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,97
Ratio Cours/Bénéfice :	8,88
Rendement brut du dividende :	4,75%
Ratio Dette nette/Fonds propres :	30,01%
Prochains résultats :	3 mars 2009 (4 ^{ème} trimestre)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Munich Re s'en tire très honorablement, par comparaison avec ses concurrents. Du point de vue opérationnel, nous constatons que le business de base du groupe reste sur de très bons rails. L'impact majeur en termes de résultats trouve sa conséquence dans l'activité d'investissement. L'année passée, Munich Re a déjà réduit son portefeuille d'actions de manière très significative, et a aussi considérablement réduit les nuisances des fluctuations de cours par des instruments de couverture. En termes de valeurs, le portefeuille géré par MEAG s'est très bien défendu. Comparé au début de cette année, il a reculé de 2,7% pour s'établir à 171 Milliards d'Euros. Une excellente performance, alors que l'on sait que les indices boursiers ont reculé de près de 50%. Pour la période allant de mai 2007 à 2010, Munich Re s'est engagé à racheter ses propres actions. De même, il s'est engagé à publier un bénéfice par action de l'ordre de 18 EUR en 2010. Signalons à votre attention le fait que le fonds d'investissement du milliardaire Warren Buffett, Berkshire Hathaway, a pris une participation de 0,5% au capital du réassureur Munich Re. Berkshire Hathaway poursuit sa stratégie d'investissement dans le secteur de la réassurance après avoir pris le contrôle de General Re et de 3% de Swiss Re. Renforcer sur faiblesses. Profil de risque modéré.

Gestion de portefeuilles

Kris Temmerman
Gestionnaire de portefeuilles



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

DSM
Italcementi
Saint-Gobain

Industrie

MAN
Schneider Electric

Consommation durable

PPR
Vivendi

Consommation courante

Casino
Henkel

Santé

Sanofi Aventis

Banques

Banca Popolare di Milano
BNP Paribas
Crédit Agricole
Deutsche Bank

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

Etant donné que nous sommes entrés depuis quelques mois dans une période de récession, le moment est venu d'examiner l'évolution des perspectives de rendement des analystes.

Nous le faisons à l'aide des bénéfices moyens escomptés de toutes les actions comprises dans l'indice Euro Stoxx 50 pour les 12 prochains mois. Ce ne sont pas les bénéfices absolus tels qu'ils sont calculés dans le consensus des analystes qui nous intéressent le plus ici, mais surtout leur évolution. Pour présenter les choses de façon plus claire, nous avons converti les bénéfices escomptés en un indice dont la valeur de base est 100 au 20 décembre 2005.

Comme le montre le graphique, le consensus des perspectives bénéficiaires a augmenté en suivant une ligne quasiment droite pour s'effondrer au dernier trimestre de 2008. Les bénéfices escomptés se situent à présent aux alentours du niveau de départ de fin 2005. Cela représente une baisse de 23% par rapport au record des perspectives de l'année dernière.

Le corps des analystes tient donc déjà pas mal compte d'un fort recul des bénéfices auprès des entreprises qui font partie de l'indice vedette européen Euro Stoxx 50.

Mais est-ce suffisant ? Les analystes sont-ils – en moyenne – devenus suffisamment pessimistes pour refléter complètement la récession actuelle dans leurs modèles ?

La baisse des perspectives bénéficiaires semble assez spectaculaire pour y réagir de façon positive. Mais il y a deux

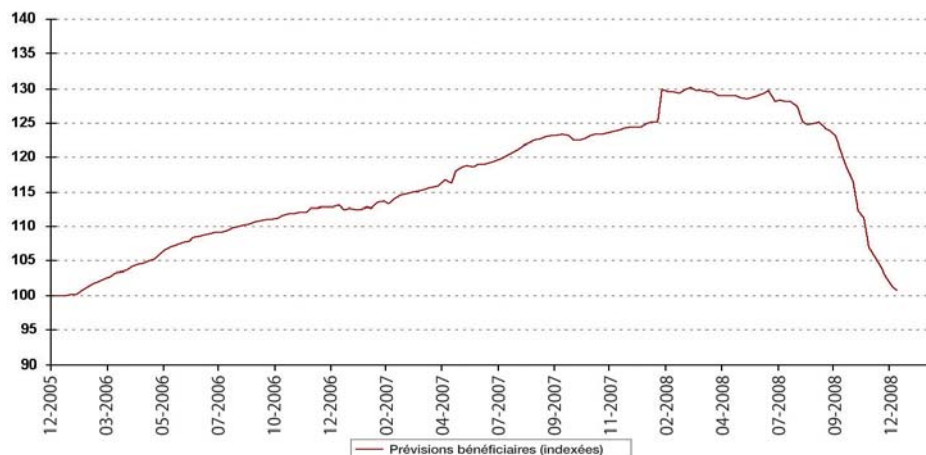
éléments qu'il ne faut pas perdre de vue. Premièrement, les analystes ont, en tant que groupe, la réputation d'arriver juste après les faits et donc en moyenne d'évaluer trop tard un renversement de la tendance des bénéfices. C'est en grande partie dû au fait que les analystes se basent sur le feed-back qu'ils reçoivent des entreprises qu'ils étudient et qu'en tant que groupe, ces entreprises ne voient, à leur tour, pas venir assez vite un fort retournement de la conjoncture.

Deuxièmement, le fait de nous retrouver dans une période de forte récession dans le cadre de laquelle c'est surtout le consommateur qui fera ceinture, joue aussi un rôle. Selon toute probabilité, la récession actuelle sera donc plus longue et connaîtra un redressement plus lent.

Nous estimons que la baisse actuelle des perspectives bénéficiaires implique déjà une dose saine de réalisme pour les 12 prochains mois, mais qu'elle ne va probablement pas assez loin. La baisse des perspectives bénéficiaires s'est, en revanche, avérée extrêmement rapide si bien que nous nous attendons à une stabilisation au cours de prochaines semaines. Une fois que les résultats du quatrième trimestre seront publiés et que les nouvelles perspectives des entreprises seront connues, nous pourrions probablement nous attendre à de nouvelles dépréciations.

A ce moment-là, nous évaluerons à nouveau si les perspectives bénéficiaires sont assez mauvaises pour limiter les futures déceptions.

Prévisions bénéficiaires 12 prochains mois (Euro Stoxx 50) 12/2005 - 12/2008



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

En ce début d'année, nos équipes sont mobilisées pour adresser à l'ensemble de la clientèle de notre société de bourse leur état de portefeuilles sous la forme d'une situation titres et espèces. Au service de près de 20.000 clients particuliers, l'expédition de ces milliers de situation en fin de période et des centaines d'extraits de compte chaque jour nécessite une organisation sans faille. Nous rencontrons aujourd'hui Jean-Michel Sevrin, responsable de la logistique chez Leleux Associated Brokers depuis juillet 1991.

En quoi consiste votre travail chez Leleux Associated Brokers ?

En quelques mots, je suis responsable de la logistique au sens large, c'est-à-dire de la fourniture des documents d'ouvertures de compte dans les agences à l'expédition de la correspondance à la clientèle de la société de bourse, en passant par les différents gros travaux d'aménagement des locaux dans les agences de la société de bourse.

Vous parlez de la correspondance à la clientèle de la société de bourse. S'agit-il d'un volume important ?

Chaque jour, nous expédions les extraits de compte des opérations de la journée, ainsi que les courriers annonçant à nos clients les opérations sur titres en cours. En moyenne, cela représente un bon millier d'extraits de compte. Pour les opérations sur titres, cela est nettement plus variable. Le nombre de courriers à expédier dépend bien évidemment de la taille des positions titres sur lesquelles porte l'opération sur titres. Je me souviendrais longtemps de l'opération Suez, où nous avons dû expédier en quelques semaines de temps trois annonces d'opérations sur titres à plusieurs dizaines de milliers de clients.

Hormis les extraits de compte et les lettres d'opérations sur titres, y a-t-il d'autres documents pour lesquels vous vous chargez de l'expédition ?

En fin de période, il y a les situations titres et espèces. Cela représente un volume relativement important à traiter : quelques centaines à la fin de chaque mois,



Jean-Michel Sevrin
Logistique

quelques milliers à la fin de chaque trimestre, et plusieurs dizaines de milliers à la fin d'année. Il y a également les revues mensuelles que nous expédions mensuellement à un peu plus d'un tiers de notre clientèle. Cela représente également quelques journées de travail.

La société de bourse a-t-elle dû mettre en place une infrastructure particulière pour la correspondance à expédier ?

Oui, tout d'abord, nous avons dû recentraliser le centre d'expédition ici au siège de Soignies il y a quelques années. Nous manquions de place sur le siège de Bruxelles pour effectuer l'impression des documents, pour les traiter et les expédier.

Vous manquez de place ?

Oui, nous avons besoin d'espace pour installer les 6 imprimantes qui quotidiennement impriment l'ensemble de la correspondance de la société de bourse. De même, nous avons plusieurs tonnes de papier à entête, de papier extraits de compte, de papier à situations et d'enveloppes (neuf formats différents) pour assurer une expédition rapide de nos correspondances. Finalement, la société a dû investir dans une machine à mettre sous pli qui à elle seule fait près de 8 mètres de long. Dernièrement, nous avons investi dans une nouvelle machine à affranchir nous permettant d'augmenter la rapidité de nos traitements.

Le temps semble être un facteur important dans votre travail.

Il faut savoir que la Loi nous impose une obligation de moyen pour l'expédition des extraits de compte concernant les opérations de bourse du jour. En théorie, nous devons envoyer le jour même de leur exécution l'ensemble des extraits de compte concernant les opérations du jour. A 16h, nous réalisons une première impression des extraits de compte, les bureaux de poste fermant à 17h. Nous disposons alors d'une heure pour imprimer les extraits de compte, les mettre sous enveloppe, les affranchir et les remettre à la Poste. Chaque minute est importante. Le reste des opérations du jour est imprimé à 23h30, après la clôture des marchés américains. Les extraits de ces opérations sont traités le lendemain matin à la première heure.

Quel est votre plus grand défi chez Leleux Associated Brokers ?

Depuis 18 ans que je travaille chez Leleux Associated Brokers, ma plus grande fierté est de parvenir, chaque année, à expédier l'ensemble des situations titres et espèces de fin d'année en moins de deux jours ouvrables, soit un traitement de près de 1.250 situations à la minute. C'est la pierre que j'apporte au sein de notre équipe dans la satisfaction de notre clientèle.

Notre cycle de conférences et de séminaires reprendra en février 2009.

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 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– 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 4 230 30 30
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
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 21 00 20
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:

31 décembre 2008