

## Edito

Au moment où vous lirez cette nouvelle édition de votre revue mensuelle, les résultats du référendum français et de la consultation populaire néerlandaise sur l'approbation de la Constitution européenne seront connus. Ces résultats auront inmanquablement un effet sur la tenue de l'Euro. Notre équipe d'analyse financière a dès lors tenté de vous fournir dans cette édition plusieurs clefs d'analyse par rapport aux conséquences d'un Oui ou d'un Non éventuel lors de ces deux scrutins.

L'actualité boursière belge a été également marquée par l'introduction en bourse de Cumerio, spin off du groupe Umicore. Nous avons profité de cet événement pour vous proposer une analyse de ces deux sociétés phares de la cote bruxelloise. Notre attention a également été retenue sur le titre Solvay. L'aviation européenne a également connu ce mois-ci une actualité chargée, avec le premier vol d'essai du A380. Nos équipes ont dès lors analysé pour vous tant le titre EADS que son concurrent américain Boeing. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel si vous désirez obtenir une précision sur ces analyses.

Les mois de juillet et d'août approchant à grands pas, il est essentiel que l'investisseur particulier prenne les dispositions nécessaires afin de sécuriser son patrimoine avant de profiter pleinement de ses congés. Ainsi, le placement d'ordres Stop Loss à la vente sur les valeurs composant votre portefeuille peut vous éviter de mauvaises surprises lors de votre retour de congé. Le principe en est simple : si le cours d'une action vient à franchir vers le bas un palier que vous déterminez, l'ordre stop loss à la vente devient actif : un ordre de vente au cours ou limité apparaît alors dans le marché. Une autre technique consiste en l'acquisition de produits

dérivés aux fins de couvrir l'éventuelle baisse des cours de vos actions. A titre d'exemple, si vous achetez une option Put (droit de vente) sur une valeur de votre portefeuille, et que le cours de cette valeur vient à diminuer, le cours de votre option Put connaît alors une hausse. Vous pouvez alors compenser la moins-value de votre titre par la plus-value de votre option Put.

Finalement, l'investisseur particulier doit être informé en cas d'évolution importante des marchés. Notre Maison vous offre ici également plusieurs solutions. Outre l'application Leleux On Line, qui vous permet d'accéder 24 heures sur 24 de partout dans le monde à votre portefeuille, Leleux Associated Brokers vous propose également une multitude de services par SMS ou par e-mail afin de vous tenir informé. Ainsi, en plaçant des alertes sur les cours de vos actions en portefeuille, vous recevrez endéans les 30 secondes suivant le franchissement d'un cours préalablement défini par vos soins un message sur votre GSM ou par courrier électronique vous en informant. Le service Leleux SMS Quotes vous permet également de recevoir deux fois par jour le cours de 3 valeurs de votre choix. Et le service Leleux Stock News vous informe par e-mail de toutes les informations sensibles relatives aux sociétés que vous avez en portefeuille.

Tous ces services sont entièrement gratuits. Nos 60 chargés de clientèle restent bien entendu à votre entière disposition pour vous informer sur les nombreuses possibilités offertes par notre Maison. N'hésitez pas à faire appel à eux.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de notre Revue Mensuelle.

<b>Sommaire</b>	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Boeing	6
	Analyse de EADS	7
	Analyse de Solvay	8
	Analyse de Umicore	9
	Analyse de Cumerio	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



### Les chiffres clés du mois

#### AEX 25 (Pays-Bas)

366,75 +5,33%<sup>(1)</sup>   
+5,36%<sup>(2)</sup> 

#### BEL 20 (Belgique)

3.040,30 +0,02%<sup>(1)</sup>   
+3,67%<sup>(2)</sup> 

#### CAC 40 (France)

4.124,80 +5,45%<sup>(1)</sup>   
+7,95%<sup>(2)</sup> 

#### DAX (Allemagne)

4.437,14 +6,03%<sup>(1)</sup>   
+4,25%<sup>(2)</sup> 

#### FTSE (G-B)

4.977,70 +3,67%<sup>(1)</sup>   
+3,39%<sup>(2)</sup> 

#### SMI (Suisse)

6.152,10 +4,79%<sup>(1)</sup>   
+8,06%<sup>(2)</sup> 

#### DJ Stoxx 50 (Europe)

2.919,10 +3,61%<sup>(1)</sup>   
+5,20%<sup>(2)</sup> 

#### DJII (USA)

10.537,60 +3,39%<sup>(1)</sup>   
-2,28%<sup>(2)</sup> 

#### NASDAQ (USA)

2.071,24 +7,78%<sup>(1)</sup>   
-4,79%<sup>(2)</sup> 

#### TS 300 (Canada)

9.579,05 +2,24%<sup>(1)</sup>   
+3,60%<sup>(2)</sup> 

#### NIKKEI (Japon)

11.192,33 +1,67%<sup>(1)</sup>   
-2,58%<sup>(2)</sup> 

#### MSCI World

1.145,28 +1,93%<sup>(1)</sup>   
-2,06%<sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

# Devises

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

Les chiffres clefs des devises

## USD/EUR (USA)

**0,80** +2,51%<sup>(1)</sup>   
 +7,41%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,45** -1,97%<sup>(1)</sup>   
 +2,69%<sup>(2)</sup>

## JPY/EUR (Japon)<sup>(3)</sup>

**0,74** -0,29%<sup>(1)</sup>   
 +2,78%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,13** +1,63%<sup>(1)</sup>   
 +2,99%<sup>(2)</sup>

## DKK/EUR (Danemark)<sup>(3-4)</sup>

**13,43** +0,02%<sup>(1)</sup>   
 -0,09%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,65** -0,57%<sup>(1)</sup>   
 -0,08%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,61** +0,01%<sup>(1)</sup>   
 +5,21%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,63** +2,15%<sup>(1)</sup>   
 +2,71%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,28** +0,06%<sup>(1)</sup>   
 -0,42%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,24** +0,12%<sup>(1)</sup>   
 -9,46%<sup>(2)</sup>

## HUF/EUR (Hongrie)<sup>(3)</sup>

**0,39** -0,34%<sup>(1)</sup>   
 -3,37%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

**0,11** -0,14%<sup>(1)</sup>   
 -1,89%<sup>(2)</sup>

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

## ■ USD/EUR

Il semble bien que le référendum français et la consultation populaire néerlandaise sur l'adoption de la Constitution européenne pèse sur la confiance des acteurs des marchés monétaires. La différence d'intérêt entre l'Euro et le dollar, toujours plus grande, exige un soutien des monnaies beaucoup plus important.



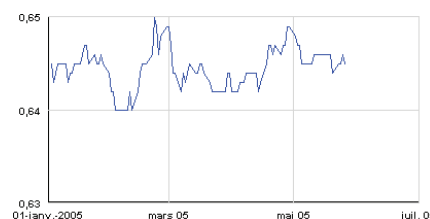
## ■ GBP/EUR

La livre sterling a rebroussé chemin après la forte hausse du mois dernier. Le marché s'est concentré à nouveau sur l'affaiblissement des fondamentaux économiques de la Grande Bretagne. Il s'attend d'ailleurs à une baisse des taux d'intérêt britannique.



## ■ CHF/EUR

L'intégration de l'économie suisse au sein des économies européennes a atteint un point tel que le franc suisse reste désormais stable la plupart du temps par rapport à l'Euro. Sur le dernier mois, le cours a évolué entre 0,64 et 0,65 EUR pour 1 CHF.



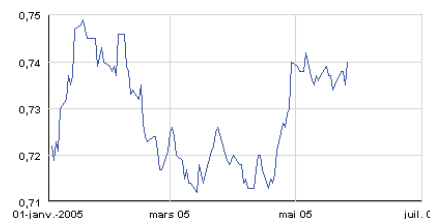
## ■ NOK/EUR

Belle remontée de la couronne norvégienne durant ce mois de mai. La raison en est très simple : les opérateurs du marché s'attendent à une remontée des taux. Maintenant, la plupart des opérateurs s'attendent à ce que la couronne norvégienne faiblisse à nouveau, la réaction à la hausse ayant été trop forte.



## ■ JPY/EUR

Peu de nouvelles économiques au Japon durant le dernier mois. Les opérateurs s'attendent à ce que le Yen se renforce face à l'Euro dans le cas d'un refus français et hollandais à la Constitution Européenne.



## ■ AUD/EUR

A l'instar du Japon, les nouvelles économiques se sont fait rares en Australie le mois dernier. La différence importante dans les taux d'intérêt entre le dollar australien (5,5 %) et l'Euro (2 %) continue à soutenir le dollar australien face à l'Euro.



# Euro-Obligations

NEXT 100 +0.61

DOWJONES 30 +0.57

EUROSTOXX 50 +1.98

NASDAQ 100 +0.41

S&P 100 +8.89

Le climat des affaires en Allemagne s'est encore dégradé en mai, pour le quatrième mois d'affilée. L'Italie est techniquement en récession, et la France n'arrive pas à sortir de sa torpeur. C'est vraiment une mauvaise nouvelle. La zone euro signe une de ses plus mauvaises performances économiques. Le président de la Banque Centrale Européenne lui-même n'attend aucune accélération de l'activité économique dans les mois à venir. Les arguments en faveur d'une baisse de taux prennent de plus en plus de poids, et ils viennent d'être relayés par l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE). Celle-ci plaide pour une baisse des taux européens d'un demi point encore. Il est loin le temps où le marché attendait un durcissement monétaire pour cette année. La période de vaches maigres pour les investisseurs en Euro n'est apparemment pas encore révolue, et ceux-ci sont invités à suivre d'autres pistes obligataires, toutes proportions gardées.

Outre Atlantique cette fois, le ralentissement qu'a connu l'économie américaine au printemps "a des chances d'être transitoire" et les fondamentaux restent bons, selon la Federal Reserve. La FED a entamé son processus de relèvement des taux il y a un an, pour les porter à 3% après 8 tours de vis consécutifs. En dehors de la Chine, les Etats-Unis sont la seule région où la croissance économique a fait bonne figure. Les taux US à 10 ans offrent désormais 25% de prime supplémentaire par rapport aux taux européens. Un différentiel qui devrait parler en faveur du dollar...

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

**2,1212%** 0,00 <sup>(1)</sup>   
-4,28 <sup>(2)</sup> 

EUR (10 Ans)

**3,3258%** -10,34 <sup>(1)</sup>   
-35,72 <sup>(2)</sup> 

USD (3 Mois)

**2,9299%** +5,11 <sup>(1)</sup>   
+70,79 <sup>(2)</sup> 

USD (10 Ans)

**4,0748%** -12,68 <sup>(1)</sup>   
-14,72 <sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Volkswagen	4,125 %	22/05/2009	103,97	3,05	A-
EUR	Agfa Gevaert nv	4,375 %	02/06/2015	102,34	4,09	NR
SEK	EIB	4,000 %	15/04/2009	104,85	2,67	AAA
NOK	HSN & Finance	6,250 %	06/01/2011	113,80	3,49	A
NZD	Dexia Municipal	5,750 %	07/04/2009	97,420	6,52	AAA
NZD	Rentenbank	6,625 %	27/05/2010	100,04	6,62	AAA
AUD	Province of Ontario	4,750 %	07/03/2008	98,240	5,44	AA
AUD	Kingdom of Sweden	5,750 %	03/03/2015	101,65	5,52	AAA
CAD	Swedish Export Credit	5,000 %	28/06/2007	103,51	3,23	AA+
CAD	Toyota Credit	4,750 %	29/06/2009	104,06	3,66	AAA
GBP	Tesco Plc	6,000 %	13/06/2008	103,51	4,73	A+
GBP	Rabobank	6,375 %	20/03/2009	106,30	4,53	AAA
USD	Procter & Gamble Co	6,125 %	08/05/2008	105,60	4,06	AA-
USD	Morgan Stanley	4,750 %	01/04/2014	97,680	5,08	A
ZAR	EIB	8,500 %	12/12/2007	102,69	7,27	AAA
ZAR	EIB	7,500 %	01/06/2016	94,350	8,02	AAA
PLN	Poland Government	8,500 %	05/12/2006	105,15	6,00	A
PLN	Depfa Bank plc	6,250 %	24/02/2009	103,72	5,12	AA-
HUF	Intl Finance	9,000 %	01/06/2006	101,73	7,15	AAA
HUF	EIB	8,250 %	05/05/2009	105,22	6,69	AAA
TRY	Kommunalbanken	14,25 %	16/03/2007	100,00	14,15	AAA
TRY	EIB	12,50 %	01/04/2009	96,800	13,59	AAA

# Economies

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

## ■ Etats-Unis

Le recul du sentiment de confiance des consommateurs, qui a commencé au début de l'année, n'a pas encore eu de conséquences négatives sur les ventes au détail et les petits commerces. La petite dépression du mois de mars a été rapidement oubliée après la publication des très beaux résultats d'avril. Les dépenses des familles ont connu également une croissance moyenne tout à fait normale. La baisse du prix du pétrole, qui se situe à 15 % en dessous de son cours de fin mars, pourrait contribuer à la stabilisation du sentiment de confiance des consommateurs.

La vie des entreprises donne par contre une image mitigée : alors que les indicateurs de l'activité industrielle continuent à baisser, le secteur des services, de loin le plus important de l'économie américaine, semble se stabiliser à un niveau élevé. De par l'importance du secteur des services, nous ne nous attendons pas à un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis. Quant à l'indicateur continu de l'ECRI (Economic Cycle Research Institute), qui avait prévu en 2004 un léger ralentissement économique du début de l'année, il est repassé en dessous de son niveau d'octobre 2004. Si cet indicateur se stabilise, nous pouvons nous attendre à ce que la croissance économique ne se retourne pas et qu'elle soit plutôt dans une phase de stabilisation.

Le dollar a quant à lui été soutenu par une amélioration de la balance commerciale américaine. Mais une hirondelle ne fait pas le printemps. Avant de tirer des conclusions définitives, il nous faudra d'abord être certain que cette amélioration n'est pas un simple accident de parcours, mais bien un retournement de tendance. En effet, le déficit structurel de la balance commerciale américaine est principalement dû au déplacement de sa capacité de production à l'étranger. Toute augmentation de la consommation vient alors augmenter les importations américaines et détériorer la balance commerciale.

## ■ Zone Euro

La diminution du sentiment de confiance des entrepreneurs dans les grands pays européens (France, Allemagne et Italie) continue. La situation est identique en Belgique où le sentiment de confiance des entrepreneurs a également continué à diminuer.

Certains pays membres de la zone Euro, tels la Belgique, ont d'ailleurs annoncé des taux de croissance proches de zéro pour le premier trimestre de l'année.

Avec le recul, il semble bien que l'appréciation de l'Euro l'année dernière était plutôt dû à son statut de monnaie la moins mauvaise qu'aux prouesses de l'économie européenne. La récente hausse du dollar par rapport à l'Euro correspond à une inversion des rôles entre les deux monnaies. Plusieurs explications sont à trouver à ce retournement de situation : l'affaiblissement des critères de Maastricht, les incertitudes politiques engendrées par le référendum français sur l'approbation de la Constitution européenne, ainsi que la différence de plus en plus importante entre les taux d'intérêt américain et européen.

## ■ Japon

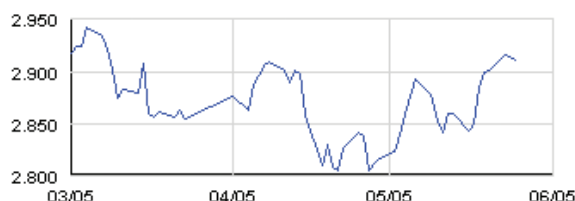
C'est un tableau en demi-teinte que nous offre le Japon. Depuis la mi 2004, les dépenses des familles n'ont plus montré de croissance au Japon. Au même moment, il semble que les petits commerces remontent lentement mais sûrement la pente. Depuis le point bas qu'elles ont atteint en 2002 (la diminution avait alors atteint environ 4 %), les ventes au détail connaissent une forte volatilité (actuellement + 4%). Sur la même période, l'indice des prix à la consommation a également connu une croissance durant la même période, mais n'a pas pu se hisser au-delà de la barre zéro.

# Marchés boursiers

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

## ■ DJ Stoxx 50

L'indice des cinquante plus grandes capitalisations européennes a pu se redresser relativement bien après sa chute le mois dernier. Dans les plus fortes progressions, nous notons les titres Roche, Novartis, Nokia et E.On. La prestation la moins bonne fût celle de la banque anglaise Barclays.



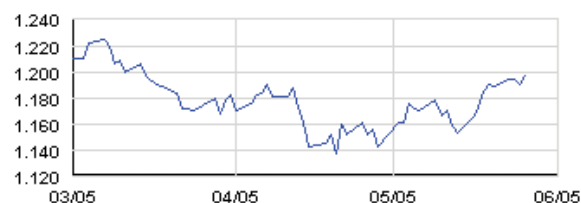
## ■ Nikkei 225

Au total, l'indice japonais n'aura connu qu'une petite croissance durant le mois de Mai. C'est principalement le secteur des semi-conducteurs qui a performé convenablement le mois dernier. Les moins bonnes performances sont à attribuer à une ancienne étoile de la bourse, SoftBank.



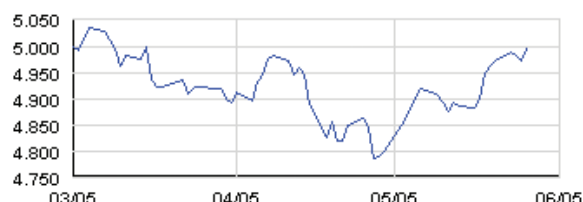
## ■ S & P 500

C'est un bon mois qui vient de s'achever pour l'indice américain des 500 plus grandes capitalisations. L'ensemble du marché boursier a d'ailleurs porté cette hausse de l'indice. Intel et Cisco ont signé les plus fortes hausses. Aucune valeur en particulier ne s'est faite remarquer du côté des moins bonnes performances.



## ■ FTSE 100

Le marché britannique a suivi la marche des autres places financières. Les meilleures prestations sont à trouver chez BP, HSBC, Glaxo et Anglo American. La Banque Barclays, à l'instar de l'indice européen, a inscrit ici également la plus mauvaise performance.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Sentiment de confiance des acheteurs du secteur industriel (ISM)	52,3	53,3	01/06
EU	Décision sur les taux de la Banque Centrale	2,00%	2,00%	02/06
EU	Ventes au détail	0,2%	0,3%	03/06
JAP	Dépenses des familles	n/a	0,0%	06/06
USA	Sentiment de confiance des acheteurs du secteur des services (ISM)	60,3	61,7	07/06
JAP	Sentiment de confiance des consommateurs	n/a	47,4	09/06
USA	Balance commerciale	- \$57.5 Md	- \$55.0 Md	10/06
USA	Ventes au détail (sans le secteur automobile)	n/a	1,4%	14/06
USA	Indice des prix à la consommation sans énergie et alimentation (CPI)	n/a	0,0%	15/06
USA	Importation nette de capital	n/a	\$45.7 Md	15/06
EU	Attentes de croissance économique dans la zone Euro (ZEW)	n/a	14,8	21/06
JAP	Ventes au détail	n/a	2,9%	28/06

# Analyses de valeurs

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

## BOEING (BA – NYSE) – Biens d'équipement – 61,64 USD

### Profil

Boeing est le second producteur d'avions à usage commercial dans le monde (après EADS). Sa plus grande activité réside dans sa division de systèmes de défense. Le groupe Boeing compte 161.000 collaborateurs.

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2005 s'est établi à 13 milliards de dollars et se répartit comme suit :

■ Systèmes de défense :	58%
■ Aviation commerciale :	39%
■ Reste :	3%

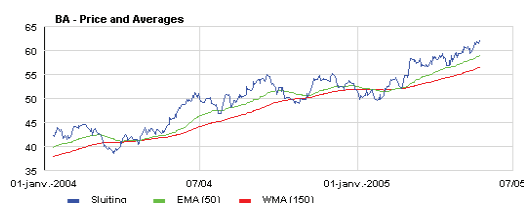
72 % du chiffre d'affaires a été réalisé aux Etats-Unis et 15 % en Asie.

### Perspectives

Les résultats du premier trimestre 2005 n'ont pas été spectaculaires. Le chiffre d'affaires n'a cru que de 1 % à 13 milliards de dollars et le bénéfice net a diminué de 14 % à 500 millions de dollars. Sans tenir compte d'avantages fiscaux exceptionnels, le bénéfice par action a diminué de 20 % à 0,52 USD par action. Néanmoins, ces chiffres peu brillants sont de 20 % supérieurs aux attentes moyennes du marché.

Le 24 mai dernier, Boeing a confirmé les attentes des analystes pour 2005 et 2006. Le groupe espère ainsi atteindre en 2006 une croissance de son chiffre d'affaires de l'ordre de 8 % (à environ 62,5 milliards de dollars) et parvenir à une croissance de son cash flow opérationnel de 10 % à 5,5 milliards de dollars. Si nous corrigeons le cash flow opérationnel attendu en tenant compte des montants exceptionnels de pensions que Boeing doit payer en 2005 et en 2006, il ne reste malheureusement plus beaucoup de croissance à espérer. Le Gouvernement américain ayant réduit la croissance de son budget de la défense, Boeing n'envisage qu'une croissance de maximum 2 à 3 % du marché de la défense. Etant donné que la division des systèmes de défense est la plus grande et la plus rentable, la croissance total du groupe pourra dès lors difficilement dépasser les 3 %. Cette division dispose de marges opérationnelles de l'ordre de 10 à 11 %, à comparer aux 7 à 8 % de marges de la division d'aviation commerciale.

Les attentes moyennes de bénéfice sont restées relativement stable durant le dernier mois (+ 0,1% pour 2005 en +2,1% pour 2006).



### Notre opinion

La division d'aviation commerciale va devoir compenser la faible croissance des activités de défense. En raison de la recherche d'économies importantes en combustibles, Boeing récolte un beau succès avec ses deux nouveaux modèles 787 Dreamliner et 777. Air France et Air Canada ont placé récemment une commande pour la version cargo du 777 (qui consomme 40 % de carburant en moins). Il est cependant beaucoup trop tôt pour savoir si la division d'aviation commerciale de Boeing va pouvoir rencontrer les attentes et concurrencer le très médiatique Airbus. Vu la valorisation élevée du titre, nous évitons Boeing pour le moment. Un arbitrage entre Boeing et EADS pourrait même avoir lieu si le titre atteignait les 70 USD.

### Données fondamentales

Valeur Comptable :	14,6 USD
Valeur Actif Net Tangible :	10,6 USD
Ratio Cours/Valeur Comptable :	4,2
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	26,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé 2005 :	23,6
Rendement brut du dividende :	1,6%
Endettement :	108%
Prochains résultats :	28/7

### Analyse technique

Même si le MACD à court terme est positif et orienté à la hausse, ses récentes variations et inflexions incitent à la prudence. Les stochastiques sont en zone de surévaluation technique et le cours fleurte avec la bande supérieure de Bollinger (62,73 USD). L'investisseur prudent attendra une prochaine baisse du titre pour tenter un trading.

## ■ EADS (EAD – Euronext Paris) – Biens d'équipement – 23,13 EUR

### ■ Profil

EADS (European Aeronautic, Defence and Space Company) est le plus grand producteur au monde d'avions à usage commercial. Le groupe a été créé en 2000 suite à la fusion du Français Matra, de l'Allemand DASE et de l'Espagnol CASA. Un noyau d'actionnaires stables (entre autres, l'Etat français et Daimler-Chrysler), contrôle près de 66 % des actions du groupe. EADS emploie 111.000 collaborateurs.

Le chiffre d'affaires en 2004 s'est établi à 31,8 milliards de dollar et se répartit entre les divisions suivantes :

■ Aviation commerciale (Airbus) :	64%
■ Systèmes de défense :	21%
■ Espace :	8%
■ Reste :	7%

79% du bénéfice opérationnel, soit 2,4 milliards d'Euros, a été réalisé par la division Airbus.

### ■ Perspectives

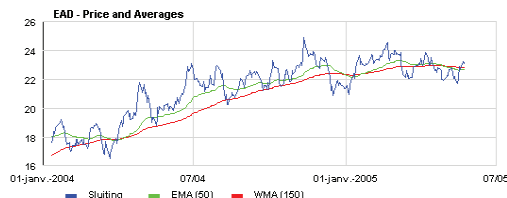
Les résultats du premier trimestre ont été meilleurs qu'attendus. Le chiffre d'affaires a cru de 16% à 7 milliards d'euros et le bénéfice opérationnel brut a triplé à 0,6 milliards d'euros.

Toutes les divisions ont par ailleurs augmenté ou stabilisé leur marge bénéficiaire. Ainsi, la marge bénéficiaire de la division Airbus a connu la plus forte croissance en atteignant 12,6 % (contre 5,4 % auparavant). Ce résultat provient de la meilleure gestion des coûts de recherche et développement, de l'augmentation des livraisons des appareils (surtout le modèle A320) et d'une meilleure couverture du change contre le dollar.

Malgré ses bons résultats, EADS n'a pas relevé ses attentes pour l'ensemble de l'année. Le groupe s'attend à une marge bénéficiaire brute de 7,9 %, soit un peu plus bas que les 9,4 % réalisés au premier trimestre. Néanmoins, le groupe prévoit une croissance de son chiffre d'affaires de 3,7% à 33 milliards d'euros.

Suite aux incertitudes liées à la construction du nouvel Airbus A350, Boeing a pu capter plusieurs belles commandes pour son nouveau 787 Dreamliner. Il sera en effet livrable dès 2008, au contraire du modèle A350 dont la première livraison est annoncée à l'horizon 2010, et ce dans le meilleur des cas.

Les attentes moyennes de bénéfice sont restées stables durant le dernier mois.



### ■ Notre opinion

La force principale d'EADS réside dans sa division Airbus, qui réalise d'ailleurs la plus grande partie de son bénéfice. La division Airbus dispose de marges plus importantes que la division Boeing (12,6 % contre 7,7 %). La longue recherche d'un nouveau CEO et les incertitudes liées au lancement du nouvel A350 ont pesé certainement sur le cours. Nous profitons de la faiblesse actuelle du cours pour prendre une position dans le titre. D'un point de vue fondamental, EADS est meilleur marché que Boeing et dispose d'une structure financière plus saine. Etant donné que le marché international de la défense et de l'aviation utilise principalement le dollar, un affaiblissement de ce dernier pourrait avoir des conséquences sensibles sur EADS.

### ■ Données fondamentales

Valeur Comptable :	20,6 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	8,8 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,1
Ratio Cours/Bénéfice (PER):	17,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé 2005 :	14,8
Rendement brut du dividende :	2,2%
Endettement :	27%
Prochains résultats :	27/7

### ■ Analyse technique

Les Bandes de Bollinger nous apprenent que la volatilité sur le titre est trop faible pour tenter un trading à court terme. Les stochastiques sont quant à eux en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra dès lors un accroissement de la volatilité et une diminution du cours pour éventuellement tenter une opération à court terme sur le titre.

## ■ SOLVAY (SOLB – Euronext Bruxelles) – Matériaux – 88,60 EUR

### ■ Profil

Le groupe Solvay se base sur 3 divisions : la pharma, la chimie et les matières synthétiques. Solvay est l'inventeur et le plus grand producteur de soude au monde.

Le chiffre d'affaires du premier trimestre, qui a atteint 2,1 milliards d'euros, est réparti comme suit :

■ Pharma :	20 %
■ Chimie :	32 %
■ Matières synthétiques :	48 %

### ■ Perspectives

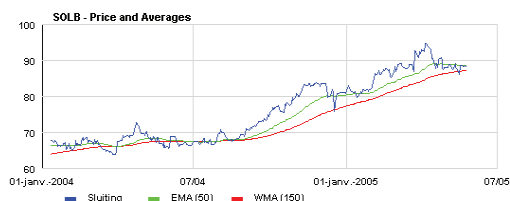
Les résultats du premier trimestre ont connu une forte envolée et sont meilleurs qu'attendus. Les prix plus élevés des matières premières et des énergies ont été plus que compensés par la forte hausse des prix des produits finaux.

C'est principalement le cas pour la division Chimie. Ainsi, les marges opérationnelles bénéficiaires ont pu être doublées grâce aux fortes hausses des produits chimiques, tels que le carbonate de sodium ou l'hydroxide de sodium, et au bon contrôle des coûts opéré par la société.

La division des matières synthétiques n'est pas en reste : elle a pu également améliorer substantiellement ses marges, de 8,5 % à 11,2 %, en se focalisant sur les produits lui offrant la plus forte valeur ajoutée et en contrôlant sa croissance. C'est surtout les bonnes prestations de sa joint-venture Inergy Automotive Systems qui frappe : 4 % de croissance en volumes dans un marché de l'auto à la baisse.

La division pharma est restée jusqu'à présent l'éternelle promesse. Depuis de nombreuses années, Solvay tente de faire de cette division le troisième pilier fort du groupe. La reprise au début du mois d'avril du Français Fournier Pharma, à un prix de 1,6 milliards d'euros, est peut-être le début d'un nouvel avenir pour cette division. Fournier Pharma a en effet en portefeuille un produit efficace contre le cholestérol (Fenofibrate) et une équipe de vente de 2.000 personnes. Après cette reprise, le chiffre d'affaires de la division pharma de Solvay connaîtra une croissance de 34 % à 2,3 milliards d'euros en base annuelle. En retirant les apports exceptionnels et uniques au bénéfice de la division, l'on constate que la marge bénéficiaire brute se stabilise à 3,9 % (au lieu de diminuer). A noter que la phase 3 des tests de 2 produits engendrera encore des coûts importants.

Les attentes moyennes de bénéfice sont restées stables durant le dernier mois.



### ■ Notre opinion

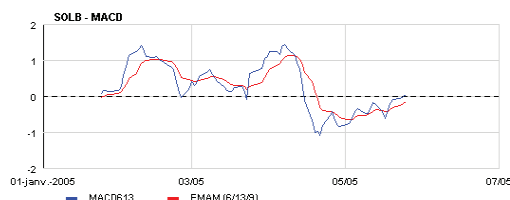
La reprise de Fournier Pharma et les résultats trimestriels excellents de Solvay ont finalement fait à peine monter le cours du titre. La valorisation de Solvay reste donc à un niveau raisonnable. La structure financière saine de la société et les perspectives prometteuses de développement de la division pharma font de Solvay un titre digne d'intérêt au cours actuel.

### ■ Données fondamentales

Valeur Comptable :	34,9 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	30,3 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,5
Ratio Cours/Bénéfice :	15,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	13,4
Rendement brut du dividende :	2,9 %
Endettement :	58 %
Prochains résultats :	29/7

### ■ Analyse technique

A la lumière des bandes de Bollinger, qui nous indique qu'un trading à court terme est possible entre 86 et 89 EUR, force est de constater que les possibilités d'aller-retour rapide sur le titre sont limitées. Les stochastiques sont en zone de surévaluation technique et le MACD, sur le point d'effectuer un golden cross à l'achat, reste néanmoins négatif et surtout hésitant. Il faudra attendre que le MACD redevienne positif, que les stochastiques repassent en zone de sous-évaluation technique et que la volatilité du titre soit plus importante pour pouvoir alors tenter un trading à court terme.





## ■ UMICORE (UMI – Euronext Bruxelles) – Matériaux – 64,05 EUR

### ■ Profil

Les dernières années, Umicore s'est transformé d'un raffineur de matières premières à un fournisseur plus intégré de produits et de services (basée sur une gamme plus large de matières premières). Umicore est également le plus grand recycleur au monde de métaux nobles. Umicore emploie 10.000 collaborateurs dans 50 pays différents.

En tenant compte des mesures de restructurations et de la scission des activités de Cumerio, le bénéfice opérationnel d'Umicore pour 2004 a atteint 271 millions d'Euros. Il se répartit comme suit :

■ Matériaux avancés :	28 %
■ Produits Métaux précieux :	44 %
■ Services Métaux précieux :	12 %
■ Spécialités sur le Zinc :	29 %
■ Reste :	-13 %

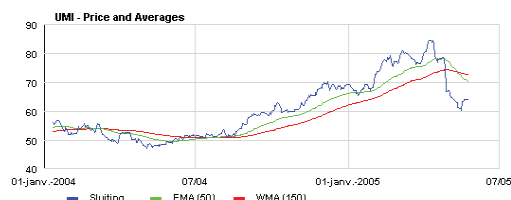
### ■ Perspectives

La création de Cumerio symbolise la volonté d'Umicore de se concentrer sur les produits et matériaux offrant la plus forte valeur ajoutée. De même, Umicore a décidé de réduire fortement sa production de zinc et d'investir les montants ainsi économisés dans des activités moins cycliques que les spécialités sur le zinc. En conséquence, la sensibilité d'Umicore au prix du zinc devrait être à partir de 2006 15 % plus basse qu'actuellement. De même, la sensibilité du groupe au cours du dollar sera également diminuée de 35 %.

Nous l'avons vu ci-dessus : seulement un tiers des bénéfices opérationnels provient d'activités fortement cycliques. Il s'agit ici d'une différence considérable par rapport à l'ancienne Union Minière qui dépendait fortement du prix du zinc. Umicore doit désormais être comparée à des groupes tels Johnson Matthey et Engelhard qui disposent d'un cash flow beaucoup plus stable et d'une plus forte valorisation.

A l'occasion de la publication de la mise à jour de ses comptes trimestriels, Umicore a communiqué ses attentes de bénéfice pour l'ensemble de l'année. Le groupe s'attend ainsi à un bénéfice brut opérationnel entre 205 et 225 millions d'euros. Tenant compte des attentes bénéficiaires de Cumerio, ces chiffres sont en recul de 20 % par rapport aux chiffres de 2004.

Les attentes moyennes de bénéfice pour 2005 et 2006 ont été revues à la hausse de 5 % sur le dernier mois.



### ■ Notre opinion

Etant donné le nouveau profil d'Umicore (moins cyclique, valeur ajoutée plus forte), l'action peut encore bénéficier d'une revalorisation. Nous pensons cependant que cette revalorisation n'aura pas lieu en grande partie à la suite des attentes bénéficiaires implicitement plus basses (20 %) que l'année dernière. Nous choisissons donc de conserver l'action. Les investisseurs actifs peuvent arbitrer leurs Umicore contre Cumerio.

### ■ Données fondamentales

Valeur Comptable :	48,0 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	45,2 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,3
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	9,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	10,9
Rendement brut du dividende :	2,6%
Endettement :	58%
Prochains résultats :	17/8

### ■ Analyse technique

La scission des activités de Cumerio a perturbé le cours d'Umicore. L'analyse technique étant sensible à ces mouvements, les résultats sur Umicore ne sont pas fiables actuellement.

## ■ CUMERIO (CMR – Euronext Brussel) – Matériaux – 10,68 EUR

### ■ Profil

Nouveau venu sur le marché boursier, Cumerio est l'ancienne division cuivre d'Umicore. Le 29 avril dernier, Umicore a scindé cette division du reste de ses activités et l'a introduit en tant qu'entreprise indépendante sur Euronext Bruxelles.

Cumerio produit plus de 2 % de la production mondiale de cuivre. Les activités principales de la société sont localisées à Olen (Belgique) et à Pirdop (Bulgarie).

L'année dernière, Cumerio a généré un chiffre d'affaires de 1,4 milliards d'euros.

### ■ Perspectives

Cumerio va profiter cette année de la forte hausse des prix du cuivre sur le marché mondial. Le prix à l'unité est ainsi passé de 0,08 USD à 0,20 USD par livre de cuivre.

Cumerio a communiqué récemment ses attentes de bénéfice opérationnel, aux alentours de 43,5 millions d'euros, à comparer aux 19,3 millions d'euros de l'année précédente, ce qui représentait une marge bénéficiaire de 1,3 %. Le secteur s'attend à des prix à l'unité d'environ 0,30 USD, ce qui impliquerait que les attentes bénéficiaires de la société seraient trop peu élevées.

Etant donné que les lignes de production de Cumerio ont été entièrement renouvelées et qu'elles ne sont utilisées qu'à 60 % de leur capacité de production, les résultats de la société peuvent fortement croître sans de nouveaux investissements.

Les activités de Cumerio sont très cycliques, produisant une faible rentabilité d'un point de vue historique. Ainsi, Umicore a tenté en vain il y a quelques années de fusionner Cumerio avec un concurrent. La spin-off du mois dernier a été finalement la seule issue pour se défaire de cette activité.

### ■ Notre opinion

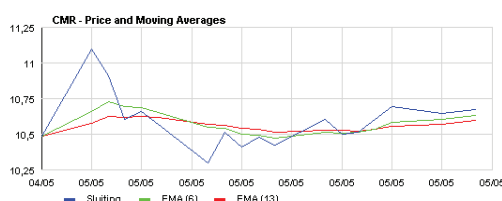
D'habitude, nous ne sommes pas enthousiaste à l'idée d'investir immédiatement dans une nouvelle société issue d'une scission d'activités. En effet, la plupart du temps, la division se produit au cours le plus haut du marché. Nous sommes néanmoins relativement positif à court terme sur le titre. Les attentes positives pour 2006 et la forte réserve de capacité seront probablement à l'origine d'une croissance des bénéfices plus importantes qu'actuellement attendue. Les investisseurs actifs peuvent profiter du momentum positif sur le marché du cuivre et prendre une position dans le titre. Nous sommes d'avis d'acheter le titre au cours actuel, mais nous serons vendeurs aux alentours de 14 EUR.

### ■ Données fondamentales

Valeur Comptable :	9,3 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	9,2 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,1
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	ND
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	8,8
Rendement brut du dividende :	2,8%
Endettement :	91%
Prochains résultats :	Juillet

### ■ Analyse technique

L'analyse technique se basant sur des historiques de cours d'au moins 200 jours, la récente entrée en bourse de Cumerio de nous permet pas encore d'analyser la valeur d'un point de vue technique. Certains indicateurs à très court terme sont néanmoins disponibles, tels le MACD à 6 et 13 jours, positif et à la hausse.



# Gestion de Fortune

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

Ce mois-ci, la cellule de gestion de fortune de la société de bourse a modifié les pourcentages de répartition des trois grandes catégories d'actifs (Obligations, Actions à long terme, Actions à court terme) dans les portefeuilles, et ce afin d'y ajouter un investissement en immobilier. Cette répartition se présente comme suit :

- **Gestion défensive :**
  - 65 % en obligations
  - 20 % en actions à long terme
  - 10 % en actions à court terme
  - 5 % en sicafi
- **Gestion neutre :**
  - 55 % en obligations
  - 25 % en actions à long terme
  - 15 % en actions à court terme
  - 5 % en sicafi
- **Gestion offensive :**
  - 45 % en obligations
  - 30 % en actions à long terme
  - 20 % en actions à court terme
  - 5 % en sicafi
- **Gestion agressive :**
  - 35 % en obligations
  - 30 % en actions à long terme
  - 30 % en actions à court terme
  - 5 % en sicafi

La partie « Actions à long terme », qui privilégie une philosophie de gestion collective, est constituée via une sicav de type fond de fonds. Cette sicav, la Leleux Invest Fund of Funds – World Equities, est totalement investi en actions par le biais de fonds de placement soigneusement sélectionnés par nos équipes. Il ne détient des liquidités qu'à titre accessoire. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities couvre les principales régions du monde. Il a pour objectif d'offrir à l'investisseur un portefeuille diversifié de titres au travers d'une vingtaine de fonds différents lui permettant de profiter du potentiel d'appréciation à long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élevait au 27 mai 2005 à 109,90 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	100%
cash	0%	0%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	31,10%	36,60%
Am. Nord	55,80%	17,28%
Pac. & Em.	13,10%	29,88%
Secteurs	-	16,25%

PROFIL DE RISQUE : portefeuille très dynamique	
Risque de devise :	important
Risque de marché :	important
Degré de risque (1 à 5) :	5 (élevé)
Horizon de placement :	plus de 5 ans

PERFORMANCE					
Performance (%)	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Année en cours
Leleux Invest	0,91	4,77	8,04	1,89	0,91
MSCI Wld NTR (€)	1,55	3,75	3,36	3,97	1,55

TOP 5 des gestionnaires de fonds sélectionnés
State Street Emerging Markets
ING (L) Euro High Dividend
Raiffeisen Osteuropa Aktien
Vanguard European Stock Index
First State Asia Pacific

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés. Durant ce mois de mai, nous avons revendu le 4 mai notre position en Electrabel à 376,20 EUR, achetée le 2 mars à 334,50 EUR, réalisant ainsi une plus-value de 12,46 % en moins d'un mois. De même, nous avons pris deux nouvelles positions, l'une en Akzo Nobel à 31,75 EUR et l'autre en Belgacom à 29,78 EUR. Nous restons également en position sur le titre Nokia, à un cours moyen d'acquisition de 12,81 EUR.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations sur notre service de gestion de fortune.

## ■ Jeudi 2 Juin 2005

## Séminaire : Formation de base sur les Options

Langue : Néerlandais  
 Lieu : Hasselt-Kermt  
 Heure : 19h  
 Renseignements : Agence de Hasselt-Kermt – Berthy Vanheel – Tel : 011/379.400

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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

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

E-Mail: [webmaster@leleux.be](mailto: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:

le 27 mai 2005