

Edito

Les marchés boursiers se sont très bien comportés durant ce premier mois de l'année 2006. Ainsi, la plupart des indices européens ont connu une croissance de l'ordre de 2%, avec une fois de plus notre indice national en tête de liste, affichant une croissance impressionnante de 5,86% en un mois. Au niveau mondial, la progression a ainsi atteint un peu plus de 3%. Cette belle tenue des marchés boursiers en janvier 2006, après une année 2005 extrêmement favorable aux placements boursiers, doit inciter l'investisseur particulier à une certaine prudence. Il serait dommage d'oublier les leçons du passé et de commettre à nouveau les mêmes erreurs qu'en 1999 et en 2000.

La première des mesures à prendre dans la gestion de votre portefeuille consiste à effectuer une diversification de votre patrimoine. Une bonne répartition entre obligations et actions est bien entendu une première étape, mais au sein des placements plus risqués tels que les actions, une diversification sectorielle relativement large est également nécessaire. Ainsi, choisir une trentaine de titres dans des secteurs d'activités différents nous paraît suffisant. Certes, notre indice national affiche la plus belle progression en Europe, mais se limiter à quelques valeurs phares du BEL20 est bien plus risqué qu'investir dans une trentaine de valeurs européennes actives dans des secteurs différents et complémentaires.

La seconde mesure à envisager est la couverture de votre portefeuille. Autrement dit, il est important de prémunir votre portefeuille face à un éventuel recul des marchés. Ainsi, l'utilisation d'ordres stop loss vous permettra de sortir rapidement des marchés si un retournement venait à avoir lieu. Notre Maison vous propose cette fonctionnalité sur l'ensemble des marchés d'Euronext

(Amsterdam, Bruxelles, Paris, et Lisbonne) ainsi que sur les marchés américains (Nyse, Nasdaq et Amex). N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour de plus amples informations sur cette technique.

De même, l'acquisition d'options "Put" portant sur des indices boursiers ou directement sur les valeurs de votre portefeuille, vous permet d'acquérir une forme d'assurance "capital" de votre patrimoine. En tant que membre d'Euronext Liffe, le marché des produits dérivés d'Euronext, Leleux Associated Brokers vous permet d'agir en quelques secondes sur les produits dérivés belges, français, néerlandais et portugais. De même, notre Maison a désormais le plaisir de vous proposer en temps réel l'accès aux 132.000 options cotées sur le marché américain des options (CBOE). Désormais, en quelques instants, vous pouvez acheter et vendre vos produits dérivés sur actions américaines dans des conditions optimales. Ici également, votre chargé de clientèle se tient à votre disposition pour de plus amples informations.

Finalement, le suivi régulier de votre portefeuille et l'analyse tant fondamentale que technique des valeurs qui le composent, seront les meilleurs garants d'une sélection optimale de vos valeurs. Notre Maison dispose des outils nécessaires pour vous fournir informations et renseignements sur les valeurs de votre choix. De même, notre département de Gestion de Fortune peut prendre en charge la gestion de votre portefeuille selon votre profil d'investissement.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de notre Conseil d'administration, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Nokia	6
	Analyse de Artwork Systems	7
	Analyse de Altana	8
	Analyse de Lafarge	9
	Analyse de Royal Dutch Shell	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	449,40	+2,89% ⁽¹⁾ ✓ +2,89% ⁽²⁾ ✓
BEL 20 (Belgique)	3.757,33	+5,86% ⁽¹⁾ ✓ +5,86% ⁽²⁾ ✓
CAC 40 (France)	4.944,98	+4,87% ⁽¹⁾ ✓ +4,87% ⁽²⁾ ✓
DAX (Allemagne)	5.634,85	+4,19% ⁽¹⁾ ✓ +4,19% ⁽²⁾ ✓
FTSE (G-B)	5.780,30	+2,87% ⁽¹⁾ ✓ +2,87% ⁽²⁾ ✓
SMI (Suisse)	7.785,83	+2,66% ⁽¹⁾ ✓ +2,66% ⁽²⁾ ✓
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.434,70	+2,56% ⁽¹⁾ ✓ +2,56% ⁽²⁾ ✓
DJII (USA)	10.885,99	+1,57% ⁽¹⁾ ✓ +1,57% ⁽²⁾ ✓
NASDAQ (USA)	2.306,17	+4,57% ⁽¹⁾ ✓ +4,57% ⁽²⁾ ✓
TS 300 (Canada)	11.833,59	+4,98% ⁽¹⁾ ✓ +4,98% ⁽²⁾ ✓
NIKKEI (Japon)	16.460,68	+2,17% ⁽¹⁾ ✓ +2,17% ⁽²⁾ ✓
MSCI World	1.301,38	+3,47% ⁽¹⁾ ✓ +3,47% ⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2005

Devises

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)

0,82 -2,56%⁽¹⁾
 -2,56%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,46 +0,42%⁽¹⁾
 +0,42%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,70 -1,85%⁽¹⁾
 -1,85%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -1,24%⁽¹⁾
 -1,24%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 -0,05%⁽¹⁾
 -0,05%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,64 +0,30%⁽¹⁾
 +0,30%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,62 +0,07%⁽¹⁾
 +0,07%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,72 -1,28%⁽¹⁾
 -1,28%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,53 +2,63%⁽¹⁾
 +2,63%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 +3,27%⁽¹⁾
 +3,27%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 +0,50%⁽¹⁾
 +0,50%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,65%⁽¹⁾
 +1,65%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2005
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25 %
par rapport à l'Euro

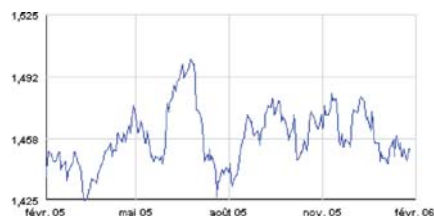
USD/EUR

La stabilisation du différentiel de taux d'intérêt à court terme entre l'euro et le dollar va vraisemblablement rendre la devise américaine plus volatile. Si le marché venait à anticiper une réduction des taux courts aux Etats-Unis (suite par exemple à un affaiblissement de l'économie américaine), le dollar pourrait alors reprendre sa tendance baissière.



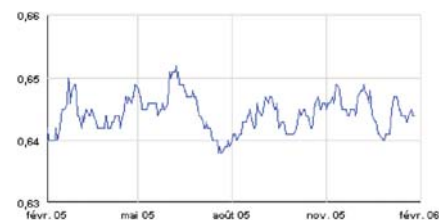
GBP/EUR

La croissance économique britannique sera vraisemblablement meilleure qu'attendu. Le marché n'anticipe dès lors plus une diminution des taux d'intérêt, ce qui soutient la livre sterling.



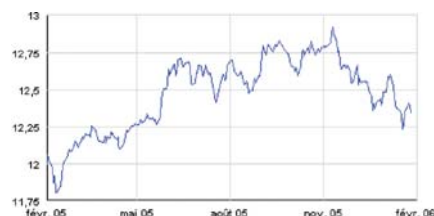
CHF/EUR

Comme à l'habitude, le franc suisse est très stable par rapport à l'euro. L'intégration de l'économie helvétique au sein de l'espace européen en est la principale explication.



NOK/EUR

Une fois n'est pas coutume : la hausse du prix du pétrole n'a pas soutenu la couronne norvégienne. Les analystes n'ont pu trouver une raison particulière expliquant la faiblesse de la devise.



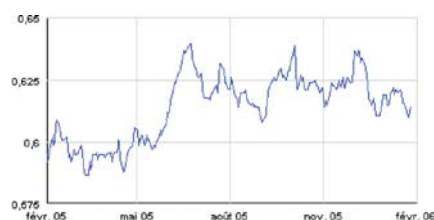
JPY/EUR

La devise nipponne ne peut pas encore profiter de la hausse de la bourse japonaise. Il est également à noter que le redressement de l'économie japonaise rend le yen plus attractif de jour en jour.



AUD/EUR

La diminution du différentiel de taux d'intérêt par rapport à l'euro a légèrement affaibli le cours du dollar australien. En réalité, la hausse des prix des matières premières soutient l'économie australienne. Une forte chute de la devise est dès lors vraisemblablement exclue. Pour ceux qui s'y intéressent, le marché de l'immobilier australien constitue un bon indicateur de la santé de l'économie.



Euro-Obligations

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

La Banque Centrale Européenne a décidé de laisser son taux directeur inchangé à 2,25% lors de sa réunion du 12 janvier dernier. Elle se réunira à nouveau le 2 février prochain et, si l'on en croit les attentes du marché, devrait confirmer la poursuite du statu quo. Pour les trois prochains mois, le marché anticipe cependant au moins un relèvement d'un quart de point (i.e. 25 points de base).

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine se réunit, pour la dernière fois sous la présidence d'Alan Greenspan, le 31 janvier et devrait, toujours selon les attentes du marché, poursuivre sa politique de relèvement du loyer de l'argent d'un quart de point pour porter son taux directeur à 4,50%. Le marché anticipe encore une hausse de 25 points de base par la suite, avant un arrêt du resserrement de la politique monétaire.

Les marchés obligataires ont quant à eux subi une tension à peine perceptible des taux longs (10 à 15 points de base). A dix ans, ceux-ci s'élèvent dorénavant à 3,50% et

4,50% respectivement en euro et en dollar. Une nouvelle fois, ils réagissent fort peu à la flambée du prix du pétrole.

Il est vrai que celle-ci n'a pour ainsi dire jusqu'à présent pas eu de répercussion sur les prix des biens à la consommation, outre bien sûr les dérivés directs du pétrole (e.g. essence). Et, aujourd'hui, on ne voit d'ailleurs pas pourquoi cela devrait changer, tant les forces concurrentielles désinflationnistes à l'oeuvre sont puissantes. Les taux longs semblent donc voués à naviguer dans un "trading range" relativement étroit (moins de 100 points de base) pour quelques temps encore.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel. La 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)

2,3750% -6,90 ⁽¹⁾ ↓
+21,10 ⁽²⁾ ↑

EUR (10 Ans)

3,3820% +5,50 ⁽¹⁾ ↑
-30,10 ⁽²⁾ ↓

USD (3 Mois)

4,3670% +38,60 ⁽¹⁾ ↑
+214,50 ⁽²⁾ ↑

USD (10 Ans)

4,3710% -0,10 ⁽¹⁾ ↓
+14,90 ⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2005 en points de base

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
SEK	G.E.C.C.	3,375%	14/02/2011	100,63	3,24%	Aaa	14/02
TRY	L. Rentenbank	11,250%	08/02/2008	100,55	10,92%	Aaa	08/02
TRY	I.C.O.	10,000%	08/02/2010	101,14	9,64%	Aaa	08/02
ISK	E.I.B.	7,000%	14/02/2011	99,90	7,02%	Aaa	14/02
USD	Sweden	4,500%	07/02/2011	100,10	4,48%	Aaa	07/02
AUD	K.F.W.	5,250%	24/02/2009	100,52	5,06%	Aaa	24/02
AUD	B.N.G.	5,625%	27/01/2010	100,83	5,39%	Aaa	06/02
NZD	K.F.W.	6,500%	24/02/2009	101,00	6,13%	Aaa	24/02

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	NedWBk	3,375%	19/01/2016	98,81	3,52%	Aaa

Economies

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

■ Zone Euro

La confiance économique poursuit son renforcement. Les indicateurs précurseurs belges et allemands continuent de monter, et sont suivis de près par les indicateurs généraux de la Zone Euro. La confiance du consommateur continue également à se renforcer. Les analyses indiquent que les consommateurs européens doivent encore rattraper un retard certain : les dépenses de consommation ont crû à un rythme cumulé (i.e. non annualisé !) de moins de 4% durant ces cinq dernières années.

Le scénario d'une croissance économique en légère accélération tient de plus en plus la route. Même d'éventuels resserrements monétaires par la Banque Centrale Européenne ne devraient pas venir menacer cette reprise économique, tant il y a suffisamment de marges pour les absorber (et qu'ils restent modérés bien sûr).

Le prix du pétrole constitue une menace potentielle plus sérieuse et à la fois moins prévisible du fait de tensions géopolitiques, avec l'Iran notamment.

Pour sa part, l'inflation générale dans la Zone Euro ne cause pas vraiment de soucis. Dans le cas d'un prix du pétrole stable, elle devrait même baisser.

■ Japon

La récente embellie conjoncturelle est confirmée par plusieurs indicateurs économiques tels que l'enquête Tankan. A long terme, le Japon a toutefois encore quelques défis importants à relever : vieillissement de la population, dette de l'état (relativisée par une épargne des ménages élevée) et la dépendance à l'énergie (presque tout le pétrole est importé).

Pour la première fois depuis la fin des années 90, l'inflation (hors produits d'alimentation) à Tokyo est de nouveau positive. C'est un signe supplémentaire que la reprise économique est bien partie.

■ Etats-Unis

Un ralentissement relativement modéré de la croissance économique est attendu pour 2006 aux Etats-Unis. Il devrait cependant être compensé au niveau mondial par la reprise économique japonaise et par une légère accélération de la croissance dans la Zone Euro. Après quelques années de rentabilité élevée et une reconstitution des liquidités dans les entreprises, une résurrection mondiale des investissements pourrait également faire contre-poids.

La plupart des indicateurs ne donnent cependant pas encore d'image claire aux Etats-Unis, tandis que l'indicateur précurseur (Leading Economic Indicator) hésite dans une tendance plutôt baissière. Les deux indicateurs de sentiment des directeurs d'achats américains (industrie et services) restent momentanément positifs.

In fine, le risque le plus important pour la croissance américaine et mondiale provient, paradoxalement, de la vigueur de l'économie américaine.

En effet, une croissance trop rapide de celle-ci incitera la Réserve fédérale à relever son taux directeur au-delà des prévisions actuelles de 4,75%, ce qui augmenterait le risque d'un ralentissement brutal de l'économie américaine, avec ses répercussions négatives sur la croissance mondiale. A suivre de très près donc !

Quant au consommateur américain, la confiance reste de mise. Il faudra toutefois être attentif à sa réaction face à une constante montée du prix de l'essence à la pompe.

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 50 plus grandes capitalisations européennes a connu une belle hausse en janvier. Les valeurs pétrolières (BP, Total, Shell) et les valeurs financières (UBS, Crédit Suisse) ont tiré l'indice vers le haut. Parmi les valeurs à la baisse, on retrouve les valeurs télécom (France Telecom, Deutsche Telekom).



■ Nikkei 225

L'indice nippon a repris son souffle après l'ascension qu'il a connue ces derniers mois. Et le scandale autour de la société Livedoor a tiré quelques valeurs internet vers le bas.



■ S & P 500

L'indice des 500 plus grandes capitalisations américaines a également connu une évolution mitigée. Ainsi, alors que les secteurs de l'acier et de l'énergie sont ceux qui ont le mieux progressé au cours du mois écoulé, le secteur internet a souffert du scandale frappant la société japonaise Livedoor.



■ FTSE 100

L'indice britannique a également bien performé en janvier. Outre les valeurs pétrolières, les valeurs liées aux matières premières en général ont également été de la partie (AngloAmerican, Rio Tinto, BHP). Vodafone fut la seule fausse note de ce mois de janvier.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel (ISM)	55,2	54,2	01/02
EU	Indice des prix à la production de la zone euro (PPI)	0,2%	-0,2%	02/02
EU	Réunion sur les taux de la BCE	2,25%	2,25%	02/02
EU	Ventes au détail	0,1%	-0,1%	03/02
EU	Indice des prix à la consommation de la zone euro (CPI)	2,4%	2,2%	03/02
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services (ISM)	59,0	59,8	03/02
JP	Sentiment de confiance des consommateurs	n/a	n/a	09/02
USA	Balance commerciale	n/a	-\$ 64.2	10/02
JP	Dépenses des familles	n/a	n/a	10/02
USA	Ventes au détail (excepté le secteur automobile)	n/a	0,7%	14/02
USA	Indice des prix à la production hors énergie et alimentation (PPI)	n/a	0,1%	17/02
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (CPI)	n/a	n/a	22/02
JP	Ventes au détail	n/a	0,8%	28/02

Analyses de valeurs

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

■ Nokia (NOK1V - Helsinki) - Télécom - 14,67 EUR

■ Profil

Avec 277 millions de téléphones portables vendus durant le quatrième trimestre 2005, Nokia est le plus gros producteur mondial de téléphone mobile. Le chiffre d'affaires de Nokia s'est établi à 34,2 milliards d'euros en 2005 et se répartit comme suit :

■ Téléphone mobile :	61%
■ Réseaux :	19%
■ Multimédia :	17%
■ Solutions aux entreprises :	3%

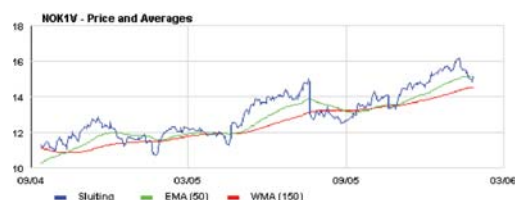
■ Résultats et perspectives

Les résultats du quatrième trimestre 2005 de Nokia ont déçu légèrement le marché. En effet, alors que le chiffre d'affaires a cru de 8,9% à 10,3 milliards d'euros, le bénéfice net du groupe a quant à lui diminué de 0,9% à 1,07 milliards d'euros. Le marché attendait un bénéfice de 1,09 milliards d'euros avec un chiffre d'affaires de 10,1 milliards d'euros.

Le prix moyen d'un téléphone portable a diminué de 3% à 99 EUR, ce qui a pour effet de réduire la marge opérationnelle des constructeurs. Chez Nokia, la marge opérationnelle a atteint en 2005 13,2%, contre 15,3% l'année précédente. Le marché espérait quant à lui une marge de 14%. Compte tenu de l'importance de la part de marché de Nokia dans les pays à forte croissance, tels que la Chine, et étant donné que la croissance la plus forte dans le secteur des télécommunications est précisément attendue dans ces pays, ce qui impliquera une concurrence plus importante, il ne serait pas surprenant d'assister à la poursuite de la diminution du prix moyen de vente d'un téléphone portable. Les marges des constructeurs vont dès lors continuer à se contracter.

Nokia a toutefois annoncé l'augmentation de son dividende de 12% à 0,37 EUR et l'accroissement de son programme de rachat d'actions pour un maximum de 6,5 milliards d'euros, soit 8,7% des actions existantes.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 ont légèrement augmenté au cours des quatre dernières semaines (hausse de 1%).



■ Notre opinion

Après une année boursière caractérisée par la forte volatilité de son cours, Nokia ne peut pas encore afficher une stratégie renouvelée de croissance et de rentabilité. Le groupe est en effet confronté à deux problèmes. D'une part, Nokia est confronté sur les marchés saturés d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord à une concurrence acerbe des marques plus "branchées" telles que Motorola et Samsung. D'autre part, la part de marché importante de Nokia dans les pays émergents est moins rentable qu'à l'Ouest de par le pouvoir d'achat réduit des nouveaux consommateurs de ces pays. Toutefois, la politique d'augmentation des dividendes et d'accroissement du rachat de ses actions propres permettra sans aucun doute d'éviter une forte baisse du cours de la valeur.

Les perspectives de croissance étant fortement limitées tant à l'Ouest qu'à l'Est, nous prenons notre bénéfice au cours actuel et nous attendons un éventuel recul du cours pour reprendre une nouvelle position.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	3,0 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	2,8 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	4,9
Ratio Cours/bénéfice estimé (2006) :	16,2
Ratio Cours/bénéfice estimé (2007) :	15,1
Rendement du dividende brut estimé :	2,5%
Endettement :	3%
Prochains résultats :	NC

■ Analyse technique

Le silver cross à la vente effectué par le MACD à court terme le 17 janvier dernier a été confirmé quelques jours plus tard par un golden cross à la vente. Cependant, le MACD semble vouloir se retourner alors que les stochastiques viennent de marquer une inflexion à la hausse en zone de sous-évaluation technique. L'investisseur spéculatif peut dès lors tenter un aller retour entre 14,68 et 16,19 EUR.

■ Artwork Systems (ARTS - Euronext Bruxelles) - Logiciels - 11,87 EUR

■ Profil

Artwork Systems développe et distribue des logiciels pré-press professionnels pour l'industrie graphique à destination aussi bien de l'industrie d'étiquetage et d'emballage que des imprimeries commerciales. Ses produits sont distribués dans plus de 40 pays différents.

Pour l'exercice 2005, le bénéfice (46,2 millions d'euros) se répartit comme suit :

■ Europe :	52%
■ Amérique :	41%
■ Asie :	4%
■ Reste :	3%

■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels de Artwork Systems étaient en 2005 conformes aux attentes qui prévoyaient un léger tassement par rapport à 2004. Le chiffre d'affaires s'est ainsi établi à 46,2 millions d'euros en baisse de 2% (dont 1,8 point provient de la seule faiblesse du dollar US). Alourdi par des frais importants liés au personnel, le chiffre d'affaires brut d'Artwork Systems s'est contracté de 12% à 15,7 millions d'euros. Le meilleur résultat financier de l'entreprise a permis de limiter la baisse du bénéfice net à 4,9%, ce dernier s'établissant à 11,4 millions d'euros.

Le lancement en 2005 d'un certain nombre de nouveaux produits ne devrait engendrer qu'une amélioration modérée des chiffres sur l'exercice 2006. C'est du moins l'avis de la direction du groupe. Les prévisions du chiffre d'affaires se situent ainsi entre 48,5 et 50 millions d'euros et celles du bénéfice net entre 12 et 12,5 millions d'euros. Ceci se traduit dans une marge nette, stable, de près de 25%.

Artwork Systems génère beaucoup de cash-flow disponible. De plus, tous ses investissements peuvent être financés en interne. Un dividende exceptionnel sera ainsi (une fois de plus) distribué. Au total, toutes les liquidités de fin septembre 2005 seront versées aux actionnaires, ce qui représente un montant de 1 euro par action. Pour 2006, les attentes bénéficiaires par action et les estimations de cash-flow par action s'élèvent toutes deux à 0,73 EUR. Nous supposons dès lors que le dividende de base sera proche de 0,50 EUR à l'instar de 2005. Le groupe a par ailleurs annoncé qu'il allait poursuivre sa politique de rachat de ses propres actions.

Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes sont restées stables durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

Le maintien d'une rentabilité exceptionnelle malgré l'absence d'une forte croissance a transformé Artwork Systems en véritable "Cash-cow". Le dividende de base de 0,50 EUR lui confère, au cours actuel, un rendement brut de 4,2%, tandis que le dividende exceptionnel de 1 EUR rapporte 8,4%. C'est un énorme changement par rapport à son statut d'action de croissance au moment de son introduction sur l'Easdaq fin 1996 (à 7,72 EUR). Ces derniers mois, le cours n'est resté que peu de temps aux alentours des 10 EUR (en août et en octobre). Rare sont les investisseurs qui ont eu l'occasion de prendre position à ce cours. Depuis lors, le cours est monté de 18%. Nous maintenons notre recommandation d'acheter l'action sur faiblesse, autour des 10,50 EUR. Au cours actuel, nous voyons peu de potentiel, à part bien sûr l'attrait du dividende élevé.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	1,8 EUR
Valeur actif net tangible :	1,3 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	6,5
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	16,4
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	15,6
Rendement brut du dividende :	8,4%
Endettement :	0%
Prochains résultats :	24 février

■ Analyse technique

Le MACD à court terme est positif et haussier, mais semble être à la veille d'un retournement de tendance. De plus, le cours d'Artwork Systems est proche de la bande supérieure de Bollinger, ce qui fait penser que le maximum de hausse à très court terme a déjà été atteint. Les stochastiques finalement sont en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra une correction pour prendre une position et tenter un aller retour sur 10,72 et 12,80 EUR, soit 19.47%.

■ Altana (ALT - Francfort) - Pharma et biotech - 44,99 EUR

■ Profil

Altana est un groupe pharmaceutique et chimique allemand. La branche pharmaceutique constitue la division la plus importante avec 72% du chiffre d'affaires. Cette division s'appuie surtout sur le succès de son "blockbuster", le Pantoprazole (Protonix aux USA), un médicament contre les ulcères d'estomac, qui représente à lui seul 67% du chiffre d'affaires de la division pharmaceutique. La division chimique se charge quant à elle de chimie spécialisée (additifs pour peintures, coatings, etc.) et apporte les 28% restant du chiffre d'affaires. Altana compte 13.300 employés.

Géographiquement, le chiffre d'affaires annuel d'Altana (3,3 milliards d'euros) se répartit comme suit :

■ Allemagne :	18%
■ Reste de l'Europe :	34%
■ Amérique du Nord :	29%
■ Amérique du Sud :	10%
■ Asie :	9%

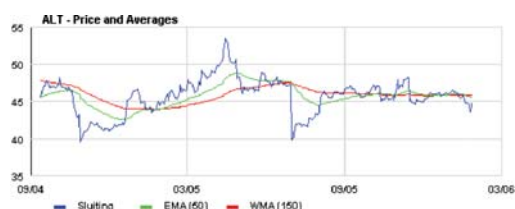
■ Résultats et perspectives

La stratégie d'Altana, qui consistait à se développer en un groupe pharma-chimique, a partiellement échoué. La division pharmaceutique n'a pas pour l'instant de produits prometteurs. Le produit phare, le Pantoprazole, va perdre son brevet à partir de 2009 et les deux produits (Alvesco et Daxas) sur lesquels Altana comptait pour assurer le renouvellement de sa gamme et sa croissance future, n'arrivent pas à percer. Le chiffre d'affaires de l'Alvesco est de plus en dessous des attentes pour sa première année (seulement 8 millions d'euros). Daxas ne sera probablement jamais mis sur le marché, le partenaire potentiel, en l'occurrence Pfizer, s'étant retiré. Altana est donc à la recherche d'une « solution » pour la division pharmaceutique, telle que, par exemple, un partenaire industriel. L'entreprise prévoit par ailleurs de se séparer de sa division chimique pour faire coter celle-ci en bourse en tant que société indépendante.

Les analystes nourrissent des attentes positives pour l'avenir de la division chimique celle-ci disposant d'un beau portefeuille de produits, surtout après la reprise récente de la société chimique allemande Eckart GmbH (pigments).

En 2005, la croissance organique du chiffre d'affaires s'est élevée à 8%, grâce essentiellement au médicament Pantoprazole (en hausse de 12% à 1,4 milliard d'euros).

Les derniers chiffres publiés datent du troisième trimestre : la marge du cash-flow opérationnelle et la marge du bénéfice net s'élèvent respectivement à 26% et 14%. La société prévoit d'augmenter le dividende d'au moins 10%. Les attentes bénéficiaires moyennes sont restées stables durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

A ce jour, Altana jouit d'une belle rentabilité, mais son manque de produits prometteurs lui cause des soucis. Ceci explique partiellement sa valorisation relativement basse, qui devrait perdurer tant qu'une solution satisfaisante n'est pas trouvée pour la division pharmaceutique.

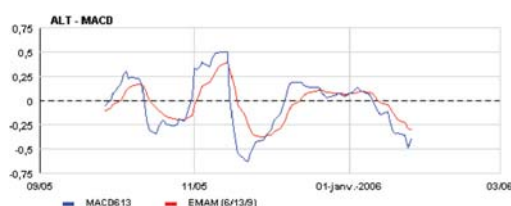
Au cours actuel, nous sommes acheteurs d'une première (demi) position afin de miser sur une restructuration favorable du groupe.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	13,8 EUR
Valeur actif net tangible :	9,8 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	3,3
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	14,4
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	13,7
Rendement brut du dividende :	2,3%
Endettement :	3%
Prochains résultats :	1 ^{er} mars

■ Analyse technique

Le MACD à court terme vient d'effectuer ce 26 janvier un silver cross à l'achat. De même, les stochastiques viennent de se retourner en zone de sous-évaluation technique et le cours évolue en zone basse des bandes de Bollinger. Les investisseurs plus spéculatifs peuvent tenter un aller-retour entre 43,96 et 47,01 EUR, soit une plus-value potentielle de 6,91 %.



■ Lafarge (LG - Euronext Paris) - Matériaux - 85,50 EUR

■ Profil

Lafarge est le plus grand producteur de ciment au monde. 48% de son chiffre d'affaires est réalisé en Europe (Est & Ouest). Au niveau mondial, fin 2004, Lafarge comptait 77.000 employés, répartis sur 75 pays.

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2005 (7,2 milliards d'euro) était réparti de la façon suivante :

■ Ciment, Béton :	81%
■ Plâtre :	10%
■ Revêtement de toiture :	9%

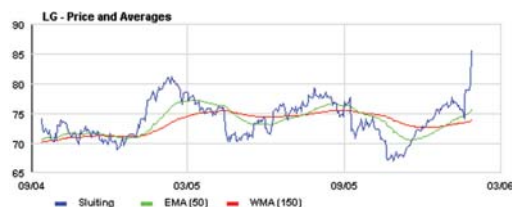
■ Résultats et perspectives

Les résultats semestriels de Lafarge ont été plus mauvais qu'attendus. Malgré une croissance interne du chiffre d'affaires de 6% à 7,2 milliard d'euros, le bénéfice opérationnel brut a reculé de 9% à 837 millions d'euros, et ce alors que le marché s'attendait à une hausse de bénéfice. Les problèmes qu'a rencontré Lafarge se situaient surtout en Corée du Sud, au Brésil, en Malésie et dans la petite division allemande de "Revêtement de toitures". Ce dernier département a vu son bénéfice opérationnel brut diminuer d'au moins 64% à 24 millions d'euros. Si l'équipe dirigeante précédente du groupe a longtemps hésité à restructurer et à optimiser les activités de Lafarge, les deux derniers avertissements sur bénéfice auront été fatals pour le CEO du groupe. Ce dernier a ainsi été remplacé en septembre 2005 par Bruno Lafont. Responsable de la division ciment, Bruno Lafont a débuté sa carrière chez Lafarge.

Depuis peu, le marché se met à espérer à une restructuration en profondeur : vente de la division "Revêtement de toitures", mise en place d'une structure de management plus simple, etc ... Ces changements structurels ont été appliqués avec succès par le passé par les plus grands concurrents de Lafarge, tels que Heidelberg. Cet optimisme du marché semble se vérifier dans les faits. Ainsi, l'entrée récente dans le capital du Holding GBL (6,5%, pour une valorisation de marché actuelle de 976 millions d'euros) peut être interprété comme un signal positif. De plus, la prise de participation de GBL semble s'être déroulée en parfaite collaboration avec la nouvelle équipe dirigeante et dans une perspective de long terme.

Finalement, les premiers effets de l'expansion de la capacité de production (augmentation de 5 millions de tonnes) devraient se faire sentir en 2006.

Les attentes bénéficiaires moyennes sont restées pratiquement stables durant le mois dernier.



■ Notre opinion

La hausse récente du cours de bourse de Lafarge ne permet plus de qualifier le titre comme une valeur bon marché. Toutefois, la valorisation n'est pas exagérée et ne tient pas encore compte du potentiel engendré par un vaste programme de restructuration. De plus, l'entrée de GBL dans le capital de Lafarge semble indiquer qu'une croissance substantielle du résultat devrait être possible à moyen terme.

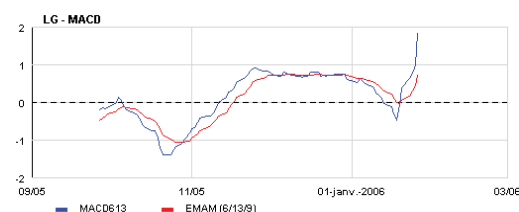
Nous sommes d'avis que les investisseurs prudents de long terme peuvent encore prendre une position au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	49,9 EUR
Valeur actif net tangible :	8,4 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	3,3
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	14,4
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	13,7
Rendement brut du dividende :	2,8%
Endettement :	75%
Prochains résultats :	23 Février

■ Analyse technique

Le MACD à court terme nous a donné quasiment simultanément le 20 janvier dernier un silver cross à l'achat et un golden cross à l'achat. La vigueur du mouvement semble éloigner pour quelques jours tout retournement de la situation. Par contre, les stochastiques sont déjà en zone de surévaluation technique et le cours vient de franchir la bande haute de Bollinger. L'investisseur prudent attendra un recul du marché aux alentours de 75 EUR pour tenter un aller-retour sur la valeur.



■ Royal Dutch Shell (RDSA - Euronext Amsterdam) - Energie - 27,35 EUR

■ Profil

Royal Dutch Shell est le résultat de la fusion au troisième trimestre 2005 de Royal Dutch et de Shell Transport. Spécialisée dans l'exploration et la production de pétrole, ainsi que dans la fabrication de produits pétroliers et chimiques, le groupe a produit en 2004 un volume de production de 3,8 millions de barils de pétrole brut par jour.

Le bénéfice opérationnel net pour le troisième trimestre 2005 s'est établi à 7,4 milliards d'euros et se répartit comme suit :

■ Exploration et Production :	66%
■ Produits pétroliers :	23%
■ Produits chimiques :	4%
■ Gaz et énergie :	7%

■ Résultats et perspectives

Shell a profité de la révision à la baisse de ses réserves de pétrole pour remettre de l'ordre dans sa structure et son organisation. Ainsi, une partie de l'équipe dirigeante a été remplacée, les activités les moins rentables ont été vendues (à l'instar de la division LPG) et un programme d'exploration pétrolière ambitieux a été mis au point.

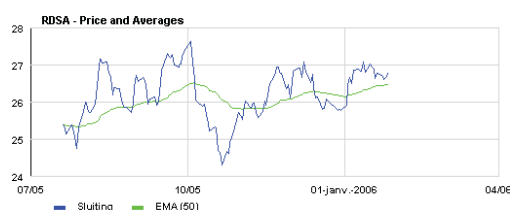
La production pour les neuf premiers mois de 2005 n'a atteint qu'une moyenne de 3,5 millions de barils de pétrole brut par jour, soit un recul de 6% par rapport à l'année précédente. Ce recul est à imputer aux dégâts engendrés par les ouragans dans le Golfe du Mexique. Pour 2006, Shell s'attend à une légère augmentation du volume et compte sur une production entre 3,5 à 3,8 millions de barils de pétrole brut par jour. Parallèlement, la direction a maintenu son objectif de 3,8 à 4 millions de barils par jour pour 2009, objectif qui nécessiterait une augmentation de la production de 2,7% par an. Cette croissance semble réalisable, surtout en comparant ce taux aux ambitions des principaux concurrents de Shell. Ainsi, Total table sur un taux de croissance de sa production de l'ordre de 4 % par an.

Shell a ainsi mis en place un nouveau programme de recherche de champs pétrolifères. Ainsi, près de 1.000 techniciens ont été engagés et alloués à cet objectif en 2005. De même, en 2006, le budget d'investissement atteindra 15,5 milliards d'euros, soit une hausse de 24%.

Shell n'oublie pas non plus ses actionnaires. En 2005, 12,6 milliards d'euros seront redistribués aux actionnaires, la moitié par la distribution de

dividendes, l'autre moitié via son programme de rachat d'actions.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont légèrement reculé durant les quatre dernières semaines (baisse de 1,5 %).



■ Notre opinion

La réaction de Shell au scandale affairant à ses réserves de pétrole a été de recentrer toutes ses énergies et ses efforts sur la croissance future du groupe. L'augmentation du prix du pétrole et des bénéfices qui en découlent ont permis à Shell de disposer de suffisamment de liquidités pour augmenter encore son dividende et pour acheter des actions.

A court terme, nous sommes acheteur sur Shell et ce malgré le fait que l'action soit restée à la traîne par rapport aux performances de son secteur. A long terme, Shell connaîtra probablement de moins bons résultats que ses pairs, la croissance de sa production étant plus faible.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	5,6 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	5,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,5
Ratio Cours/bénéfice estimé (2005) :	271,7
Ratio Cours/bénéfice estimé (2006) :	29,1
Rendement du dividende brut estimé :	0%
Endettement :	8,3%
Prochains résultats :	2 Février

■ Analyse technique

Le MACD à court terme, positif et haussier, vient de donner ce 27 janvier un silver cross à l'achat. De même, les stochastiques viennent de se retourner juste au dessous de la zone de surévaluation technique. Cependant, l'écart entre les bandes de Bollinger (26,40 et 27,25 EUR) ne permet pas d'atteindre une plus-value potentielle suffisamment importante pour tenter un aller retour sur la valeur. De plus, le cours est sur le point de franchir la bande haute de Bollinger. L'investisseur prudent attendra un retour en dessous des 26,40 EUR pour analyser à nouveau la situation et tenter éventuellement une opération sur le titre.

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

En Gestion de Fortune, nous avons profité de la nouvelle année et de ses bonnes résolutions pour modifier (sur une note musicale) le nom de nos quatre types de gestion. Désormais, la gestion défensive s'appellera Baryton, la gestion neutre ou traditionnelle s'appellera Ténor, la gestion offensive s'appellera Alto et, enfin, la gestion agressive ou spéculative s'appellera Soprano. Le profil type de l'investisseur auquel chacun de ces quatre types de gestion s'adresse est le suivant :

Le **type de gestion Baryton** (anciennement gestion défensive) s'adresse plus particulièrement à l'investisseur suivant. Celui-ci a un horizon de placement relativement court (inférieur à trois années). Il privilégie la génération d'un revenu régulier et relativement stable à la croissance de son capital. Il présente une aversion plutôt élevée pour le risque. Il souhaite éviter tant que faire se peut la dépréciation de son capital. Il n'a pas de connaissance financière particulière et est peu expérimenté en matière de placements financiers.

Le **type de gestion Ténor** (anciennement gestion neutre / traditionnelle) s'adresse plus particulièrement à l'investisseur suivant. Celui-ci a un horizon de placement de moyen terme (entre trois et cinq années). Il privilégie la génération d'un revenu régulier, mais souhaite également une croissance modeste de son capital. Il présente une aversion moyenne pour le risque. Il accepte que son capital puisse se déprécier modérément, mais pas au-delà de son horizon de placement. Il dispose de quelques connaissances financières et a déjà réalisé personnellement quelques placements financiers prudents.

Le **type de gestion Alto** (anciennement gestion offensive) s'adresse plus particulièrement à l'investisseur suivant. Celui-ci a un horizon de placement relativement long (supérieur à cinq années). Il privilégie la croissance de son capital à la génération d'un revenu régulier. Il présente une aversion modérée pour le risque. Il accepte que son capital puisse se déprécier, mais pas au-delà de son horizon de placement. Il dispose de bonnes connaissances financières et a déjà réalisé personnellement quelques placements financiers de bon père de famille.

Le **type de gestion Soprano** (anciennement gestion agressive / spéculative) s'adresse plus particulièrement à l'investisseur suivant. Celui-ci a un horizon de placement très long (supérieur à dix années). Il privilégie la croissance de son capital et

n'attache aucune importance au revenu généré, dont il n'a pas besoin. Il présente une faible aversion pour le risque. Il accepte que son capital puisse se déprécier sensiblement et rapidement, sachant que c'est le prix à payer pendant parfois plusieurs années pour bénéficier d'un meilleur taux de rendement à plus long terme. Il dispose de bonnes connaissances financières et d'une expérience sérieuse des placements boursiers. Il dispose, à côté du portefeuille qu'il nous confie en gestion, de placements peu risqués (par exemple : des fonds d'Etat, des obligations du secteur privé bénéficiant de ratings élevés libellés dans sa devise de référence, des placements monétaires, etc.) pour des montants significatifs.

Bien sûr, comme par le passé, à chaque type de gestion correspondent des fourchettes dans lesquelles tout portefeuille en gestion est investi, en fonction de notre stratégie d'investissement du moment. En particulier :

	Placements risqués	Placements alternatifs	Placements à terme fixe
Type Baryton	10% - 30%	0% - 30%	50% - 90%
Type Ténor	20% - 50%	0% - 30%	30% - 80%
Type Alto	30% - 70%	0% - 30%	10% - 70%
Type Soprano	40% - 90%	0% - 30%	0% - 60%

... où les placements risqués comprennent les placements en actions individuelles et les placements diversifiés en actions (voir nos précédentes revues mensuelles), les placements alternatifs comprennent les placements immobiliers et, possiblement, les obligations convertibles, et les placements à terme fixe comprennent les obligations et les liquidités.

Nous verrons dans une prochaine revue mensuelle quel rendement ces différents types de gestion ont pu généré dans le passé et pourraient générer à l'avenir, mais, surtout, avec quelle volatilité, c'est-à-dire quel risque, ils les ont générés ou pourraient les générer.

Si vous avez déjà confié votre portefeuille aux soins de notre département de gestion de fortune, vous pourrez bientôt constater dans votre rapport de gestion périodique le changement de dénomination de votre type de gestion. Votre chargé de clientèle habituel se tient bien sûr à votre disposition pour tous renseignements complémentaires sur notre service de gestion de fortune.

■ Mardi 21 Février 2006

Séminaire : Présentation de Leleux On Line

Langue : Français
 Lieu : Casteau Moat House à Casteau
 Heure : 19 h
 Orateur : Olivier Leleux, Administrateur délégué
 Inscriptions : Agence de Mons-Bertaimont - M^{me} Roseline Bizoux - Tel : 065/84.00.00
 Agence de Mons-Havré - M^{me} Sarah Astierperet - Tel : 065/31.13.76
 Agence de Soignies - M^{me} Léonce Rollier - Tel : 067/28.18.11
 Agence de Ath - M^r Pierre Cauchie - Tel : 068/28.36.20

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 21 50 00
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 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
GENT – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
GENT – 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 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
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 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

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:

le 27 janvier 2006