

Edito

Depuis de nombreuses années, les ministres des Finances de l'Union européenne étaient confrontés à un problème important : l'évasion fiscale des revenus de l'épargne auprès d'autres Etats membres de l'Union. Le Luxembourg était en effet devenu un paradis fiscal pour la Belgique, la France et l'Allemagne, la Belgique était elle-même devenue un paradis fiscal pour la France et pour les Pays-Bas, et ainsi de suite. En 2001, la Commission européenne et le Parlement européen approuvaient une directive sur l'épargne, dont l'objectif premier était d'empêcher la non imposition de l'épargne quand les investisseurs plaçaient leur argent dans un autre Etat de l'Union. A la suite du conseil des ministres des finances du 7 juin dernier, la directive sur l'épargne est entrée en application le 1^{er} juillet 2005.

De quoi s'agit-il exactement ? La directive prévoit que les Etats membres échangent des informations sur les produits d'épargne payés par une institution financière établie sur leur territoire lorsque l'épargne en question est détenue par un résident d'un autre Etat membre. Ainsi, la directive ne vise pas les paiements effectués en Belgique à des résidents du Royaume. Par contre, elle s'applique à un Belge qui encaisse un coupon d'obligation aux Pays-Bas, ou à un Français qui touche un intérêt sur un placement à terme en Belgique. De même, le citoyen belge résidant d'un autre Etat membre est également concerné par la directive lorsque qu'il touche, par exemple, un intérêt sur un compte à vue en Belgique.

En pratique, 22 Etats membres de l'Union échangent depuis le 1^{er} juillet dernier ces informations. Les 3 autres Etats membres, la Belgique, le Luxembourg et l'Autriche, ont décidé d'imposer immédiatement l'épargne des étrangers via un « prélèvement pour l'Etat de résidence » et de ne pas échanger pour le moment d'informations avec les autres Etats membres.

Le taux de ce prélèvement pour l'Etat de résidence a été fixé pour 3 ans à 15 %. Il passera à 20 % à partir du 1^{er} juillet 2008, puis à 35 % à partir du 1^{er} juillet 2011. Il est à noter que la Suisse, Monaco, Andore, le Liechtenstein et Saint-Marin appliquent cette imposition, tout comme Jersey, Guernesey, l'île de Man, les Iles Vierges, les Antilles néerlandaises et les Iles Turques et Caïques.

Afin de nous conformer à ces nouvelles dispositions, notre Maison a entrepris de modifier l'ensemble des extraits de compte et des relevés d'opérations que nous vous transmettons quotidiennement. Nous avons profité de cette occasion pour améliorer la lisibilité de ces documents. Nous espérons que cette nouvelle présentation sera de nature à accroître votre satisfaction. Toute notre équipe se tient bien entendu à votre entière disposition pour de plus amples informations sur ce sujet important.

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

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Telenet	6
	Analyse de Belgacom	7
	Analyse de Global Graphics	8
	Analyse de Quick	9
	Analyse de Volkswagen	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

402,91 +3,42%⁽¹⁾
+15,75%⁽²⁾

BEL 20 (Belgique)

3.329,26 +3,27%⁽¹⁾
+13,53%⁽²⁾

CAC 40 (France)

4.596,51 +4,48%⁽¹⁾
+20,29%⁽²⁾

DAX (Allemagne)

5.035,40 +4,26%⁽¹⁾
+18,31%⁽²⁾

FTSE (G-B)

5.482,40 +3,50%⁽¹⁾
+13,88%⁽²⁾

SMI (Suisse)

6.869,89 +5,41%⁽¹⁾
+20,67%⁽²⁾

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.255,18 +4,52%⁽¹⁾
+17,31%⁽²⁾

DJII (USA)

10.541,79 +0,57%⁽¹⁾
-2,24%⁽²⁾

NASDAQ (USA)

2.144,03 -0,38%⁽¹⁾
-1,44%⁽²⁾

TS 300 (Canada)

10.987,24 +2,98%⁽¹⁾
+18,82%⁽²⁾

NIKKEI (Japon)

13.574,30 +9,35%⁽¹⁾
+18,15%⁽²⁾

MSCI World

1.221,83 +2,26%⁽¹⁾
+4,49%⁽²⁾

(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)

0,83 +2,48%⁽¹⁾
+11,17%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,47 +0,38%⁽¹⁾
+3,53%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,73 +0,10%⁽¹⁾
+1,92%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 -0,40%⁽¹⁾
+4,20%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 -0,07%⁽¹⁾
-0,35%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,64 -0,55%⁽¹⁾
-0,61%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,63 +3,21%⁽¹⁾
+8,95%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 +4,41%⁽¹⁾
+13,94%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,38 -0,58%⁽¹⁾
+2,76%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 -0,10%⁽¹⁾
-7,48%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -1,98%⁽¹⁾
-1,67%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,10%⁽¹⁾
-3,22%⁽²⁾

- (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

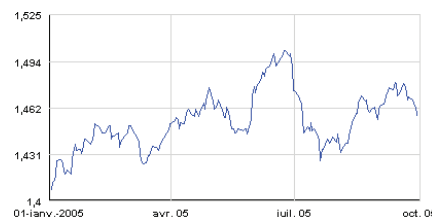
USD/EUR

Malgré le fait que les déséquilibres fondamentaux (déficit de la balance commerciale et déficit budgétaire) ne soient toujours pas résolus, la différence des taux d'intérêt entre l'euro et le dollar assure un soutien puissant au billet vert.



GBP/EUR

Le marché s'attend à une baisse imminente des taux. Les dernières prévisions et les indicateurs économiques montrent que l'économie britannique ralentit plus vite que prévu. L'impact sur la livre sterling est direct.



CHF/EUR

Depuis le début de l'année, le franc suisse n'a pas fluctué fortement par rapport à l'euro. La forte intégration de l'économie suisse dans l'économie européenne en est l'explication principale.



NOK/EUR

La hausse des prix du pétrole que nous connaissons actuellement est un soutien important pour les économies des pays producteurs de pétrole. Les gisements en mer du Nord permettent à la Norvège d'en profiter également. Très logiquement, la couronne norvégienne continue à s'apprécier.



JPY/EUR

Volatile, mais finalement stable. Voilà en quatre mots la meilleure manière de définir le comportement du yen japonais durant le mois écoulé. La timide reprise de l'économie japonaise n'a pas encore influencé le cours de la devise nipponne.



AUD/EUR

Il n'y a pas que les prix du pétrole qui montent. Les cours des autres matières premières sont également à la hausse. Et pour un pays comme l'Australie, qui importe du pétrole, mais exporte également d'autres matières premières, cette augmentation des cours est un soutien important à son économie. De plus, les chiffres des ventes au détail sont en amélioration.



Euro-Obligations

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

Malgré le redressement du sentiment des milieux d'affaires et la hausse annuelle des prix à la consommation de 2,5% dans l'Union économique et monétaire, les taux d'intérêt en euro ont très peu bougé durant le mois écoulé. Seule les échéances moyennes (de 1 à 5 ans) ont vu leur taux progresser de 0,10 à 0,20 points de pourcentage.

En dollar, le marché des obligations est resté particulièrement stable durant le mois de septembre. Les taux longs se sont contentés d'une hausse de 0,10 points de pourcentage.

Pour les mois à venir, le marché s'attend à une stabilité sur toutes les échéances de la courbe des taux en euro et à une légère progression des taux en dollar, surtout à court et moyen terme. Il est vrai qu'actuellement, le risque de dérapage des prix est effectivement plus important outre-atlantique.

Quant à la politique monétaire européenne, le consensus des prévisionnistes de la politique de la Banque centrale continuent de tabler sur un statu quo des taux directeurs à la prochaine réunion de la BCE le 6 octobre. Dans le même temps, ils sont maintenant largement majoritaires à penser que le prochain mouvement des taux directeurs, quand il aura lieu, sera haussier.

N'hésitez pas à consulter notre liste 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 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)

2,1630% +3,90 ⁽¹⁾ -0,10 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,1430% +4,10 ⁽¹⁾ -54,00 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

3,5480% +4,00 ⁽¹⁾ +132,60 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,3040% +28,70 ⁽¹⁾ +8,20 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	99,89	3,14%	Aa3	04/10
EUR	State of Israel	3,750%	12/10/2015	101,17	3,61%	A2	10/10
TRY	Rabobank	11,375%	05/10/2010	100,93	11,12%	Aaa	05/10
ISK	E.I.B.	7,000%	06/10/2008	100,25	6,90%	Aaa	06/10
USD	S.E.K.	4,375%	30/12/2009	100,36	4,28%	Aa1	12/10
USD	Kommunalbanken	4,500%	06/10/2010	100,74	4,33%	Aaa	06/10

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
AUD	Rabobank	5,750%	24/08/2012	100,23	5,71%	Aaa
CAD	Royal Bk of Scotland	4,250%	24/09/2009	102,70	3,51%	Aa1

Economies

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

■ Zone Euro

Les indicateurs économiques de la zone euro indiquent peut-être les premiers signes d'une amélioration de l'environnement économique européen. D'ailleurs, certains indicateurs nationaux, réputés pour leur caractère précurseur, comme en Belgique ou en Allemagne, sont à des niveaux meilleurs qu'attendus et commencent à rattraper leur baisse des mois précédents. Certes, une hirondelle ne fait pas le printemps. Et l'amélioration économique de la zone euro dépendra fortement de la capacité de l'Allemagne à former rapidement un nouveau gouvernement et à poursuivre ses réformes structurelles. Les autres réformes douloureuses entreprises au sein de la zone euro (réforme des soins de santé en France, modification des préretraites en Belgique, etc.) ne sont pas non plus de nature à contribuer au rehaussement immédiat du sentiment de confiance des consommateurs. Nous nous attendons dès lors à ce que celui-ci reste encore un certain temps à un niveau relativement bas.

De plus, alors qu'il y a peu de temps la zone euro pouvait compenser une partie importante de la hausse des prix du pétrole par un dollar faible (et donc un euro plus fort en termes relatifs), nous nous retrouvons désormais dans un scénario inverse : l'euro s'affaiblissant au profit du dollar, la zone euro subit de plein fouet l'impact d'un pétrole plus cher. Nous sommes désormais clairement au-delà des niveaux les plus hauts de 2000, avec un prix par baril libellé en euros de 55 EUR, contre 40 EUR en 2000.

En résumé, la zone euro semble vouloir se redresser, mais le prix élevé du pétrole et l'avancement des réformes structurelles dans les économies principales du vieux continent conditionnent ce redressement.

■ Etats-Unis

Il est encore trop tôt pour mesurer l'impact sur l'économie américaine des deux ouragans Katrina et Rita. Nous pensons cependant que l'impact se limitera à un niveau régional plutôt qu'à un niveau national. Jusqu'à présent, les indicateurs économiques restent à un niveau raisonnablement bon. Il faudra néanmoins encore patienter quelque peu pour déterminer si cette relativement bonne santé économique peut être maintenue à la

lumière des prix toujours plus élevés du pétrole. En effet, un premier signal d'alarme vient d'être actionné : après deux années et demi de reprise, le sentiment de confiance des consommateurs américains a reculé fortement. Les prochains mois confirmeront ou infirmeront cette tendance.

Sur le plan de l'inflation, à l'instar de ce que nous vous annonçons le mois dernier, les Etats-Unis se retrouvent dans une situation où les prix des principaux facteurs de production sont en phase de croissance. Ainsi, tant les prix de l'énergie (principalement via le pétrole) que les coûts salariaux sont à la hausse et exercent une pression sur les coûts de production, eux-mêmes exerçant une pression sur les prix à la consommation et sur les marges des producteurs. En sus de leur impact direct sur l'économie, les chiffres de l'inflation sont également très importants pour les attentes du marché sur les taux d'intérêt. Bien que le marché ne s'attende pas pour le moment à une forte hausse des taux à long terme, nous pourrions connaître une mauvaise surprise. En effet, une inflation plus forte qu'attendue pourrait faire monter fortement les taux d'intérêt à long terme, ce qui serait négatif à terme pour un marché immobilier lui-même de plus en plus spéculatif. Une étude récente est en effet arrivée à la conclusion que les familles américaines utilisent de plus en plus leur maison comme source de financement pour leurs biens de consommation courante. Ces mêmes familles refinancent leur crédit hypothécaire et utilisent plus de 50 % de ces moyens ainsi dégagés pour de la consommation.

A court terme, nous nous attendons à ce que la différence d'intérêt entre l'euro et le dollar (potentiellement de 2,25 % à la fin 2005) continue à soutenir le cours du billet vert. A long terme, nous restons d'avis que les données macroéconomiques fondamentales de l'économie américaine (pensons aux doubles déficits) pèseront sur le dollar.

■ Japon

La victoire éblouissante du premier ministre Koizumi fait grandir l'espoir de nouvelles réformes économiques. Les indicateurs économiques resteront probablement dans le vert dans les mois qui viennent. Il faudra scruter l'impact de cette victoire électorale sur le sentiment des consommateurs nippons.

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

A l'instar du mois d'août, les valeurs pétrolières ont soutenu l'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes, le DJ Stoxx 50. Et une fois n'est pas coutume, aucune société cotée ne s'est illustrée dans le camp des plus fortes baisses.



■ Nikkei 225

Après la victoire éblouissante du premier Ministre Koizumi, il semble bien que le marché nippon soit pris d'une euphorie. A l'instar de l'indice européen, aucune société cotée n'a connu une forte baisse durant le mois écoulé.



■ S & P 500

L'indice des 500 plus grandes capitalisations boursières des Etats-Unis a également profité des valeurs pétrolières. A noter cependant la note négative apportée par Microsoft qui termine la période avec une baisse de 6 %.



■ FTSE 100

Comme le mois dernier, les valeurs pétrolières et les valeurs minières, comme BP, Anglo American ou Rio Tinto, ont soutenu la croissance de l'indice britannique. Du côté des baisses, l'opérateur de téléphonie Vodafone a connu une baisse de 3 % du cours de son action.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EU	Ventes de détail	0,4%	-0,5%	05/10
EU	Réunion de la BCE sur les taux d'intérêts	2,00%	2,00%	06/10
JAP	Dépenses des familles	-1,5%	-3,7%	07/10
JAP	Sentiment de confiance des consommateurs	n/a	48,4	12/10
USA	Balance commerciale	- \$59.0 Md	- \$57.9 Md	13/10
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation	n/a	0,1%	14/10
USA	Ventes de détail (hors secteur automobile)	n/a	-2,1%	14/10
USA	Indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan	n/a	76,9	14/10
USA	Indice des prix à la production hors énergie et alimentation	n/a	0,0%	18/10
USA	Importation nette de capital	n/a	\$87.4 Md	18/10
EU	Indice des prix à la consommation de la zone euro	n/a	n/a	18/10
EU	Indice de confiance des consommateurs de la zone euro	n/a	-15	28/10
EU	Indice de confiance des producteurs de la zone euro	n/a	-7	28/10
JAP	Ventes de détail	n/a	1,5%	28/10
JAP	Indice des prix à la consommation hors alimentation	n/a	0,0%	28/10

Analyses de valeurs

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

■ TELENET (TNET – Euronext Bruxelles) – Télécom – De 21,00 à 25,50 EUR

■ Profil

Telenet est l'unique fournisseur en région flamande de services basés sur son réseau câblé télédistribution. Depuis sa création en 1996, Telenet a modernisé systématiquement son réseau et a élargi la panoplie de ses services.

Le chiffre d'affaires pour le premier semestre s'est établi à 359 millions d'euros et s'est réparti comme suit :

■ Télédistribution de base :	29%
■ Télévision payante par le câble :	8%
■ Bande large résidentielle pour Internet :	31%
■ Téléphonie résidentielle :	23%
■ Services aux entreprises :	10%

■ Résultats et perspectives

L'introduction en bourse de Telenet peut être résumée très simplement : diminution de son endettement. Après les graves problèmes financiers rencontrés il y a quelques années, les capitalistes de la première heure passent aujourd'hui à la caisse grâce à cette introduction.

Telenet porte avec effort des dettes importantes héritées du passé qui consomment la moitié de son cash flow opérationnel. Avec l'augmentation de capital importante liée à l'introduction en bourse, Telenet peut diminuer sa dette de quelques 300 millions d'euros, ce qui lui permettra de ramener le montant de son endettement total à environ 1,2 milliards d'euros. L'entreprise paie environ 12 % de charges d'intérêt sur cette dette, ce qui implique que chaque diminution de son endettement contribue très fortement à l'amélioration de son résultat net. Ainsi, grâce à cette augmentation de capital et à une croissance en 2006 identique à celle de 2005 (soit 7 %), Telenet pourrait devenir bénéficiaire à partir de 2006. Les investisseurs peuvent néanmoins écarter le risque de faillite de Telenet à court terme, ses dettes ne venant à échéance qu'en 2008, 2010 et 2011. Le bureau de notation Fitch augmentera d'ailleurs probablement son rating après l'introduction en bourse.

Actuellement, la dette de Telenet est considérée comme des obligations à très haut risque.

Il n'en reste pas moins que le grand atout de Telenet est son réseau câblé. La base de clientèle de Telenet, qui utilise actuellement les services classiques de télédistribution de Telenet, constitue un excellent tremplin pour la distribution de produits complémentaires. L'objectif affiché de Telenet est d'ailleurs d'offrir au plus grand nombre possible d'abonnés trois services : la télévision, Internet et la téléphonie. Après la téléphonie, Telenet mise principalement sur la télévision digitale pour gagner de nouveaux clients. Telenet devient ainsi un peu plus un concurrent direct de Belgacom.

■ Notre opinion

Même avec le bénéfice espéré en 2005, Telenet reste valorisée à un niveau très élevé pour une entreprise avec un bilan si mauvais. Le ratio attendu cours/bénéfice pour 2006 pour 2007 sont à des niveaux dignes d'entreprises de croissance. Nonobstant le fait que nous puissions nous attendre à une plus forte croissance chez Telenet que chez son concurrent Belgacom, cela ne nous autorise pas à qualifier Telenet d'entreprise de croissance ... Seule une forte croissance du chiffre d'affaires couplée avec un refinancement de sa dette peut justifier le prix proposé pour l'introduction en bourse. Telenet n'est donc pas une valeur de bon père de famille et n'a sa place que dans les portefeuilles très offensifs. Le potentiel de baisse nous semble pour le moment plus important que le potentiel de hausse.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	7,4 EUR
Valeur actif net tangible :	-5,5 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	3,5
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	39,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	34,3
Rendement brut attendu du dividende :	0,0%
Endettement :	168%
Prochains résultats :	n/a

■ BELGACOM (BELG – Euronext Bruxelles) – Télécom – 28,35 EUR

■ Profil

Belgacom occupe une position dominante dans le secteur des télécommunications en Belgique. Belgacom contrôle la plus grande partie du marché de la téléphonie fixe (52 % de son chiffre d'affaires) et est active dans la téléphonie mobile via sa filiale à 75 % Belgacom mobile Proximus (soit 37 % de son chiffre d'affaires).

La téléphonie mobile offre des marges plus importantes, ce qui modifie comme suit la répartition de son cash flow brut qui s'élevait à 1,1 milliards d'euros sur le premier semestre 2005 :

■ Téléphonie fixe :	52%
■ Téléphonie mobile :	47%
■ Commerce international :	1%

■ Résultats et perspectives

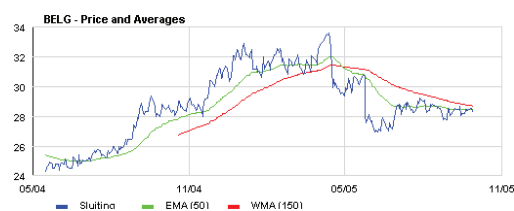
Les résultats semestriels affichent l'impact de la concurrence effrénée du secteur des télécommunications. Belgacom subit ainsi une pression importante sur ses marges, tant au niveau de la téléphonie fixe qu'au niveau de la téléphonie mobile. Le chiffre d'affaires de Belgacom reste cependant stable à 2,9 milliards d'euros. La baisse des marges de la téléphonie fixe et de la téléphonie mobile a en effet pu être compensée par une forte hausse du segment « commerce international ».

C'est surtout la téléphonie mobile qui ressent le plus la concurrence. Le chiffre d'affaires de Proximus a ainsi baissé de 2,1 % à 1,1 milliards d'euros et le cash flow brut a baissé de 5,7 % à 543 millions d'euros. Les marges ont ainsi baissé de 52 % à 50,1 %, atteignant même un point bas durant le deuxième trimestre à 48,9 %. Les nombreuses promotions, tels les envois gratuits de SMS, sont les principaux responsables de la diminution du chiffre d'affaires moyen par client. La téléphonie fixe a pu limiter les dégâts grâce à un contrôle renforcé des coûts. Le chiffre d'affaires a baissé de 1,6 % à 1,5 milliards d'euros et le cash flow brut a baissé de 3,3 % à 592 millions d'euros. C'est le trafic voix, soit l'usage le plus traditionnel du téléphone, qui a connu la plus forte baisse (7,1 %), heureusement partiellement compensée par le trafic des données.

Belgacom est ainsi attaquée sur tous les fronts. Telenet est un des concurrents les plus à craindre : en effet, Telenet offre aussi bien la télévision (secteur dans lequel Belgacom vient de se lancer), que la téléphonie et Internet, secteurs dans lesquels Telenet

innove au niveau de ses formules d'abonnement. Quant à la téléphonie mobile, Mobistar et Base font preuve d'ingéniosité pour accroître leurs parts de marché. Au même moment, Belgacom tente de se lancer dans le secteur de la télévision digitale, mais dans un secteur d'activité aussi récent, Telenet dispose déjà d'une belle avance.

Les attentes bénéficiaires moyennes sont restées stables sur le dernier mois.



■ Notre opinion

L'environnement concurrentiel de Belgacom et les bénéfices stagnants se retrouvent dans la valorisation du titre. Il est clair que Telenet a plus de chance pour le moment de connaître une croissance que Belgacom (comme challenger dynamique face à un ancien monopole). Le rendement du dividende est cependant attirant dans le contexte actuel et constitue l'atout principal de l'action. Nous ne pensons pas que les résultats s'amélioreront fortement dans les mois à venir. Il n'y a pas de grandes améliorations à attendre des plans de reprise de Telindus.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	6,3 EUR
Valeur actif net tangible :	4,9 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	4,5
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	10,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	11,0
Rendement brut du dividende :	4,9%
Endettement :	14%
Prochains résultats :	Février 2006

■ Analyse technique

Les Bandes de Bollinger nous apprennent que la volatilité sur le titre a fortement diminué, limitant ainsi les opportunités de trading. Le MACD à court terme fluctue aux alentours de sa barre zéro, témoignant ainsi de la stabilité récente du cours.

■ GLOBAL GRAPHICS (GLOG – Euronext Bruxelles) – Logiciels – 11,00 EUR

■ Profil

Créée en 1996, Global Graphics est devenue, après une restructuration importante en 2002, une entreprise de développement de logiciels. Elle développe ainsi des logiciels spécialisés pour l'industrie graphique (tant pour les producteurs de matériels que de logiciels, les intégrateurs de systèmes et les distributeurs). Les clients de Global Graphics sont Microsoft, HP, KonicaMinolta, FujiXerox, Agfa, Fujitsu, etc. Adobe est l'un des concurrents les plus importants de Global Graphics.

Le chiffre d'affaires du second trimestre 2005 s'est établi à 5,2 millions d'EUR et s'est réparti comme suit :

■ Europe continentale :	18%
■ Royaume Uni :	7%
■ Etats-Unis :	53%
■ Asie :	21%
■ Reste du monde :	1%

Environ 76 % du chiffre d'affaires est libellé en dollars.

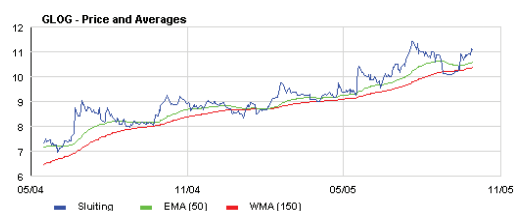
■ Résultats et perspectives

Depuis la restructuration des années 2001 et 2002, Global Graphics remonte la pente. Les coûts d'exploitation ont ainsi été mis sous un contrôle strict, et la société s'est focalisée sur ses dépenses de recherche et de développement, qui représentent 64 % des collaborateurs de l'entreprise et 34 % du chiffre d'affaires. Parallèlement, Global Graphics a pu enregistrer des revenus récurrents par la vente de licences sur sa technologie, revenus basés sur le chiffre d'affaires du produit final de ses clients (par exemple, le logiciel d'imprimantes présent dans les imprimantes de haute qualité de HP ou d'Epson). La meilleure tenue des affaires se traduit également dans les résultats financiers qui se sont fortement améliorés. Depuis 2004, l'entreprise est bénéficiaire et rembourse sa dette à un rythme accéléré. Au niveau actuel de cash flow, Global Graphics aura remboursé la totalité de ses dettes pour la fin de l'année.

La croissance organique du chiffre d'affaires sur le second trimestre a atteint 7,5 %. La faiblesse du dollar durant cette période a ramené la croissance à 3,6 %. Par contre, les bénéfices nets pro-forma ont cru de 83 % à 2,7 millions d'euros.

Global Graphics développe en même temps avec Microsoft le nouveau format standard pour les documents et les impressions des nouvelles versions

de Windows, dont le lancement est prévu pour fin 2006. Cette collaboration offre une chance unique pour Global Graphics d'imposer ses nouveaux contrats de licence aux fabricants d'imprimantes. Global Graphics va également ouvrir un nouveau centre de recherche et de développement en Inde, où les coûts sont 80 % plus bas. Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2005 ont baissé de 2,4 % sur le dernier mois.



■ Notre opinion

Après son virage négocié avec succès, Global Graphics entame une seconde phase de croissance. L'importance accordée à la recherche et au développement, le développement du nouveau standard d'impression et le contrôle rapproché des coûts d'exploitation rendent l'entreprise encore plus intéressante. Le point faible de Global Graphics reste sa dépendance importante au dollar, alors que la plupart de ses coûts sont exprimés en livres anglaises. Nous sommes dès lors d'avis que le consensus des attentes est trop bas. La valorisation relativement basse de Global Graphics permet l'achat du titre pour les investisseurs plus agressifs. Un premier objectif de cours de 14 EUR ne nous paraît pas exagéré.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	1,4 EUR
Valeur actif net tangible :	0,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	8,1
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	11,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	11,3
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	53%
Prochains résultats :	Octobre 2005

■ Analyse technique

Un trading entre 9,80 et 11,30 EUR est possible, mais le MACD à court terme, bien que positif, semble approcher d'une inflexion à la baisse, tandis que les stochastiques fleurissent avec la zone de surévaluation technique. Il faudra attendre que le cours repasse en zone basse des bandes de Bollinger.

■ QUICK (QUI – Euronext Bruxelles) – Hôtels, Restaurants & Loisirs – 20,98 EUR

■ Profil

Quick comptait à la fin 2004 près de 400 restaurants en Belgique, en France et dans le reste de l'Europe. C'est principalement en France que Quick compte le plus grand nombre d'implantations, avec près de 80 % de ses restaurants. Seuls 30 % de ces restaurants sont propriétés du groupe. Le reste du réseau a été bâti sur base de contrats de franchise.

Le chiffre d'affaires de Quick en 2004 s'est établi à 286,7 millions d'Euros et se répartissait pour 14 % en Belgique et au Luxembourg, et pour 86 % en France et pour les franchises internationales.

■ Résultats et perspectives

Ceux qui se demandaient encore pourquoi le tandem NPM / Ackermans n'avait pas encore vendu sa participation ont reçu une réponse claire et précise suite à la publication des chiffres semestriels. La vente de produits sous le nom de la marque a en effet connu une croissance organique de 5 % à 372 millions d'euros, tandis que le résultat brut de l'entreprise a crû de 21 % à 22 millions d'euros. Le cash flow important généré par l'entreprise lui a permis de diminuer sa dette. De même, grâce à cette dette plus faible et à la renégociation des emprunts avec les banques, la charge d'intérêts a pu être divisée par deux. Le résultat net a dès lors crû de 32 %.

Quick s'attend à des résultats pour l'ensemble de l'année 2005 en ligne avec le premier semestre. De plus, il semblerait qu'un contrat de franchise principale soit signé prochainement en Algérie. Afin de contrôler sa croissance et de limiter ses besoins en fonds propres, Quick utilise des contrats de franchise par pays. Quick perçoit des royalties sur le chiffre d'affaires, mais ne fait pas de grands investissements. De cette manière, la société maintient un bon équilibre entre le rendement et le risque dans les régions qu'elle connaît moins bien (comme par exemple, le Maghreb et le Moyen Orient).

Les prix élevés du pétrole risquent d'engendrer une légère diminution du pouvoir d'achat des clients de l'entreprise. Bien que Quick partage cet avis, nous ne pensons pas que l'impact d'une telle diminution sera si important sur le chiffre d'affaires. Nous en voulons pour preuve que les ventes sur les mois de juillet et d'août sont restées en ligne avec les attentes de l'entreprise.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été revues à la hausse durant le mois dernier de respectivement 9 % pour 2005 et de 6,5 % pour 2006.



■ Notre opinion

L'appréciation du cours de Quick est survenue plus rapidement que nous ne l'attendions. Depuis notre recommandation d'achat dans notre édition du mois de mai, le cours du titre a crû de 47 %. Sur base des attentes bénéficiaires et du climat boursier actuels, une hausse du cours jusqu'à 24 – 25 EUR peut encore être possible. Etant donné le rétablissement de la rentabilité de Quick, son beau cash flow et son bilan solide, nous nous attendons à ce que le dividende soit revu fortement à la hausse. Quick a en effet suffisamment de cash flow pour se permettre le doublement de son coupon. Nous ne nous attendons pas à des évolutions significatives du cours dans les semaines qui viennent, mais les investisseurs de long terme peuvent dormir tranquille avec Quick et même prendre de nouvelles positions au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	9,5 EUR
Valeur actif net tangible :	4,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	13,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	14,0
Rendement brut du dividende :	2,4%
Endettement :	47%
Prochains résultats :	Mars 2006

■ Analyse technique

Les bandes de Bollinger nous apprennent qu'un trading est possible entre 17,67 et 22,64 EUR, soit une plus-value potentielle de 27 %. Néanmoins, les stochastiques sont en zone de surévaluation technique et le MACD vient de connaître un silver cross à la vente. L'investisseur prudent attendra que les stochastiques repassent en zone de sous-évaluation technique et que le MACD ne se retourne avant de tenter un trading.

■ VOLKSWAGEN (VOW – Frankfurt Xetra) – Automobile – 50,61 EUR

■ Profil

Le groupe Volkswagen occupe une part de marché de 12,1 % au niveau mondial dans la vente de voitures personnelles et vend plus de 5 millions de voitures par an. Le groupe compte plus de 300.000 collaborateurs. Les marques du groupe sont diversifiées et incluent Skoda, VW, Audi, Seat, Bentley, Bugatti, Lamborghini, ainsi que les véhicules utilitaires VW.

Durant le premier semestre de l'année, le bénéfice opérationnel a atteint 1,4 milliards d'euros et se répartit comme suit :

■ Marque VW :	12%
■ Marque Audi :	48%
■ Véhicules commerciaux :	1%
■ Autres :	3%
■ Services financiers :	37%

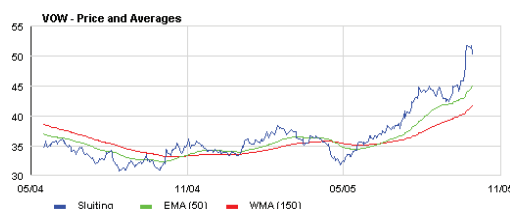
■ Résultats et perspectives

Les coupes dans les dépenses commencent à produire leurs premiers effets chez Volkswagen. L'accord historique signé avec les syndicats par lequel, en échange d'un salaire stable, VW s'engage à ne pas procéder à des licenciements jusqu'en 2011, a permis de faire économiser à Volkswagen jusqu'à 2,5 milliards d'euros. Les résultats trimestriels sont majoritairement au-delà des attentes. La bonne nouvelle réside dans le fait que le chiffre d'affaires suit la tendance générale et atteint un niveau au-delà des attentes des analystes. La rentabilité accrue provient d'un meilleur climat des affaires dans la division automobiles, et non de la division de financement des véhicules. Là où, il y a un an les services financiers représentaient plus de la moitié du bénéfice opérationnel, ceux-ci ne participent plus qu'à concurrence de 37 % du bénéfice.

Le chiffre d'affaires de Volkswagen a crû durant le second trimestre de 5,9% à 24,9 milliards d'euros et le cash flow brut de l'entreprise a atteint 911 millions d'euros (soit une hausse de 75 %). Les attentes des analystes le situaient aux alentours de 676 millions d'euros. L'augmentation du bénéfice la plus significative provient de la division Volkswagen, où le bénéfice opérationnel a été multiplié par 4. Aux Etats-Unis, VW perd encore de l'argent. Le chiffre d'affaires y est descendu de 11 % à 6 milliards d'euros. Parallèlement, VW tente de résoudre la situation précaire qu'il connaît en Chine en renégociant des accords de collaboration. Des concurrents en profitent pour prendre des parts de marchés à VW.

Nonobstant le fait que VW a réussi à reprendre le chemin d'une plus haute rentabilité, il y a encore

beaucoup de travail à accomplir. La surcapacité structurelle dans le secteur reste une épée de Damocles pendues au-dessus de la plupart des constructeurs automobiles. Ainsi, VW a une capacité de production de 6 millions de véhicules par an, pour une production actuelle de 5 millions. Les constructeurs les plus innovants et les plus flexibles seront ceux qui survivront le mieux à cette période. Si VW veut être suffisamment rentable à long terme, elle devra renouveler constamment sa gamme de produits et poursuivre ses efforts de rationalisation. Les attentes bénéficiaires moyennes ont diminué d'1 % pour 2005 et pour 2006 durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

La spéculation sur une reprise éventuelle et les bons résultats du groupe ont poussé le cours fortement à la hausse. Depuis notre première recommandation prudente à l'achat du mois de novembre 2004, le cours de l'action a grimpé de 45 %. Fondamentalement parlant, l'action n'est pas chère. Les investisseurs de long terme peuvent conserver leurs positions, mais nous attendons un cours en dessous des 50 EUR pour reprendre une position. Bien que motivée par des raisons défensives, l'entrée de Porsche dans le capital de VW est un signal positif pour le long terme. Cela pourrait également faire cesser à court terme les spéculations sur une reprise de VW.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	57,3 EUR
Valeur Actif net tangible :	38,5 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	0,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	18,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	12,4
Rendement brut du dividende :	2,1%
Endettement :	200%
Prochains résultats :	Novembre 2005

■ Analyse technique

Le MACD à court terme vient d'effectuer un silver cross à la vente et les stochastiques sont en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra un retour en zone de sous-évaluation pour prendre une position de trading à court terme.

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, nous vous présentons au sein de notre rubrique « Gestion de fortune » la nouvelle politique de sélection des actions que nous mettons désormais en œuvre en gestion de fortune. Cette nouvelle politique s'inspire dans une large mesure de l'esprit de l'approche dite "Value". Celle-ci repose sur l'hypothèse que la valeur de marché d'un actif financier (en particulier une action) ne reflète pas toujours la valeur intrinsèque de cet actif, et donc, en corollaire, que les marchés sont inefficients. Cette inefficience provient notamment de l'irrationalité des agents économiques (les investisseurs) et peut se matérialiser de façon très variée dans le marché.

L'approche "Value", en particulier, s'intéresse aux actions bon marché, délaissées par les investisseurs. Une société peut être négligée pour plus d'une raison : parce qu'elle essuie un flux de mauvaises nouvelles, parce qu'elle subit une restructuration, parce qu'elle fait face à une conjoncture difficile dans son créneau d'activité, parce qu'elle ne jouit pas d'un beau "track-record" ou tout simplement parce qu'elle est mal-aimée ou méconnue.

Or, les investisseurs tendent à sous-évaluer une société qui subit quelques revers, a fortiori une société qu'ils connaissent mal. Pourtant, dans les deux cas, le temps corrige tôt ou tard leurs erreurs d'évaluation. Dans le premier cas, la société, pour autant qu'elle survive, finit bien un jour par sortir de sa mauvaise passe : le flux de mauvaises nouvelles se tarit, la restructuration finit par porter ses fruits, la conjoncture se retourne, etc. Dans le second cas, l'écart entre la réalité économique de la société (ses résultats, le dividende qu'elle verse à ses actionnaires, etc.) et la perception de cette réalité par le marché devient tôt ou tard manifeste et injustifiable.

En outre, on constate qu'en bourse, la publication d'une mauvaise nouvelle à propos d'une société délaissée n'a généralement que peu, voire pas, d'impact sur le cours de son titre alors que la publication d'une bonne nouvelle sera souvent perçue comme une excellente surprise dont le cours profitera sensiblement. On observe du reste l'effet inverse sur les actions populaires (i.e.

chers) : une bonne nouvelle a peu d'impact (le marché attend généralement de bons résultats d'une action hautement valorisée) tandis qu'une mauvaise nouvelle fait chuter le cours (effet de déception). Des études scientifiques ont d'ailleurs démontré que les actions les moins chères surperformaient de façon sensible et régulière les actions les plus chères. Nous nous concentrons donc, dans notre politique de sélection des actions, sur les valeurs les meilleur marché au sein de chaque secteur économique. Ce faisant, notre politique ne peut pas s'arrêter là, car l'approche "Value" présente un double inconvénient.

D'une part, nous risquons de nous intéresser à des sociétés en réelle difficulté. En effet, certaines sociétés ne se redressent jamais d'une mauvaise passe et finissent par faire faillite. Nous intégrons donc dans notre méthode de sélection des actions une analyse de la solidité financière des sociétés a priori intéressantes et éliminons celles que nous estimons en péril. D'autre part, nous risquons de sélectionner des sociétés qui mettront un temps certain à se redresser. La patience est certes une vertu essentielle à tout bon investisseur. Toutefois, autant éviter d'attendre inutilement. Nous intégrons donc dans notre approche "Value" une lecture des révisions des prévisions bénéficiaires par le consensus des analystes ainsi qu'une analyse des signaux techniques.

Enfin, nous confirmons la sélection d'une action par une analyse qualitative de la société (pourquoi est-elle bon marché, quelles sont ses chances de revalorisation) et une valorisation absolue de son titre (pour estimer son potentiel de revalorisation).

Durant le mois de septembre, nous avons procédé à la vente d'une position de trading en Akzo Nobel à 35,90 EUR, offrant une plus-value de 13 % par rapport au cours d'achat en mai 2005. Parallèlement à ces opérations, nous avons commencé à constituer la partie "Value" des portefeuilles en prenant des positions en Schneider Electric, E.On, Commerzbank et DSM.

Notre chargé de clientèle habituel se tient bien sûr à votre disposition pour tous renseignements complémentaires sur notre service de gestion de fortune.

■ **Samedi 1^{er} octobre 2005**

Salon de la VFB (Vlaamse Federatie van de Bellegingsclub)

Langue : Néerlandais
 Lieu : Antwerpen – Metropolis
 Heure : de 9h à 17h
 Renseignements : Agence de Bruxelles – Guido Cloetens - Tel : 02/250.12.13

■ **Mercredi 12 octobre 2005**

Conférence : Allocation stratégique et opportunités en Europe

Langue : Français
 Orateur : Monsieur Frédéric Liefverinckx, chargé de clientèle
 Lieu : Casteau (Mons)
 Heure : 18h
 Inscriptions : Agence de Mons-Bertaimont – Roseline Bisoux – Tel : 065/84.00.00
 Agence de Mons-Havré – Sarah Astierperet – Tel : 065/31.13.76

■ **Mardi 25 octobre 2005**

Séminaire : Formation avancée sur les Options

Langue : Français
 Lieu : Casteau (Mons)
 Heure : 19h
 Inscriptions : Agence de Mons-Bertaimont – Roseline Bisoux – Tel : 065/84.00.00
 Agence de Mons-Havré – Sarah Astierperet – Tel : 065/31.13.76

	Siège Social	
BRUXELLES	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
	Siège Administratif	
SOIGNIES	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	Agences	
AALST	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
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 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

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:
le 30 septembre 2005