

Edito

Le mouvement de concentration des bourses en Europe et dans le monde a franchi deux nouvelles étapes importantes durant ce mois d'avril 2007. Ainsi, le 4 avril dernier a eu lieu la première cotation du nouveau titre NYSE Euronext sur la Bourse de New York et sur les segments français et néerlandais d'Euronext. Cette première cotation marque ainsi le point final du processus de fusion entre ces deux places financières de premier niveau. S'il est vrai que nous avons exprimé à de nombreuses reprises nos réserves face à ce projet de fusion et notre préférence pour un rapprochement des bourses européennes entre Euronext, Deutsche Boerse et la Bourse de Milan, nous devons désormais tenir compte de cette nouvelle réalité et espérer que les nombreuses promesses faites par la direction des deux marchés financiers envers leurs actionnaires seront tenues dans un bref délai. Bien que nous ne nous attendions pas à des changements importants nous permettant par exemple d'accéder directement à la Bourse de New York (c'est-à-dire sans passer par un correspondant), soyez assuré que nous mettrons tout en œuvre pour vous faire bénéficier le plus rapidement possible des avantages éventuels que pourrait procurer cette fusion.

Au niveau intra-européen, un rapprochement, certes plus discret et moins spectaculaire, a également eu lieu. En effet, depuis le 2 mai 2007, toutes les transactions réalisées sur la Bourse de Luxembourg, dont nous sommes membres depuis 1999, sont réalisées sur la plateforme informatique de négociation d'Euronext. En pratique, cet accord entre les deux places vous permettra dès le 2 mai

de bénéficier d'horaires de cotation plus étendus sur la Bourse de Luxembourg. De même, dès le 7 mai prochain, de nouvelles fonctionnalités seront disponibles pour les ordres sur la Bourse de Luxembourg, tel que l'ordre stop loss, et ce tant au sein de notre réseau d'agences que sur notre site de transactions boursières sur Internet Leleux On Line. Ces nouvelles fonctionnalités vous seront proposées bien entendu dans les mêmes conditions tarifaires que pour vos transactions sur Euronext ou sur Xetra.

Les mouvements de concentration ne s'arrêtent pas non plus au seul secteur financier. Le mois d'avril a ainsi été marqué par la tentative avortée d'OPA de l'américain AT & T sur Telecom Italia, ou par l'anglais Barclays Bank sur ABN Amro. Dans ce contexte de changement et de mouvement perpétuel, notre équipe de chargés de clientèle se tient à votre entière disposition pour vous fournir l'information nécessaire à la prise de décision. De même, notre département de gestion de fortune vous propose également un service de gestion discrétionnaire vous permettant de confier la gestion de tout ou partie de votre patrimoine à des professionnels de la finance, disposant d'une expérience de plusieurs décennies sur les marchés financiers et de la logistique nécessaire pour agir rapidement sur les marchés dans le meilleur de vos intérêts. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour de plus amples informations sur ces différents services.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

532,60 +4,19%⁽¹⁾ ✓
+7,52%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

4.641,59 +4,32%⁽¹⁾ ✓
+5,77%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.988,29 +6,24%⁽¹⁾ ✓
+8,06%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

7.447,59 +7,83%⁽¹⁾ ✓
+12,90%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

6.474,10 +2,71%⁽¹⁾ ✓
+4,07%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

9.433,31 +5,20%⁽¹⁾ ✓
+7,37%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.873,22 +4,49%⁽¹⁾ ✓
+4,76%⁽²⁾ ✓

DJII (USA)

13.136,14 +6,74%⁽¹⁾ ✓
+5,40%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

2.531,53 +5,39%⁽¹⁾ ✓
+4,81%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

13.406,33 +1,82%⁽¹⁾ ✓
+3,86%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

17.394,92 +2,15%⁽¹⁾ ✓
+0,98%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1.575,91 +3,80%⁽¹⁾ ✓
+6,22%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2006

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Vedior	6
	Analyse de CMB	7
	Analyse de Caterpillar	8
	Analyse de Depfa Bank	9
	Analyse de Tubize/UCB	10
	Gestion de Fortune	11

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)

0,74 -1,77%⁽¹⁾
-2,86%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,47 -1,12%⁽¹⁾
-1,05%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,61 -3,70%⁽¹⁾
-3,75%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,55%⁽¹⁾
+1,44%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 -0,02%⁽¹⁾
+0,07%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,61 -1,57%⁽¹⁾
-2,67%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,61 -0,79%⁽¹⁾
+1,73%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,66 +2,53%⁽¹⁾
+1,83%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,55 -0,65%⁽¹⁾
-2,38%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,27 +4,34%⁽¹⁾
+4,56%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +0,14%⁽¹⁾
+1,76%⁽²⁾

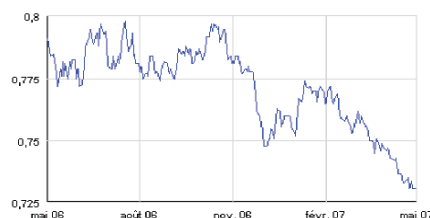
SEK/EUR (Suède)

0,11 +2,64%⁽¹⁾
-1,28%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2006
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25 %
par rapport à l'Euro

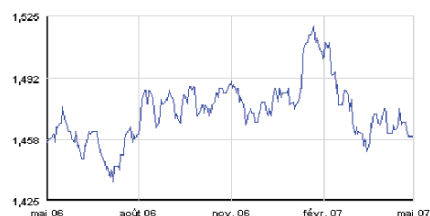
USD/EUR

Le dollar continue de s'affaiblir à cause, entre autres, de chiffres décevants dans le secteur immobilier américain. Etant donné que la Banque Centrale Européenne annonce une perspective de hausse des taux alors que ceux-ci sont stables aux Etats-Unis, le marché s'attend à une réduction du différentiel de taux d'intérêt entre l'euro et le dollar, défavorable à ce dernier.



GBP/EUR

L'inflation atteint la zone de confort (3%) de la Banque d'Angleterre. Le marché s'attend dès lors à une hausse des taux. Face à l'euro, la livre sterling devrait toutefois rester stable vu que le différentiel de taux restera probablement inchangé.



CHF/EUR

La Banque centrale suisse maintient son principal taux directeur inchangé à 2,25%, mais reste vigilante en vue d'éventuels autres relèvements de ses taux en cas d'accélération de l'inflation.



NOK/EUR

Des ventes au détail plus élevées qu'attendu devraient renforcer la Banque centrale norvégienne dans ses convictions du besoin d'augmenter les taux au cours des prochains mois, comme annoncé précédemment.



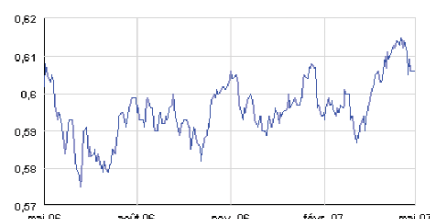
JPY/EUR

La Banque du Japon est favorable à une hausse des taux à terme, mais attend le bon moment pour agir. D'ici-là, le yen restera probablement faible face à l'euro.



AUD/EUR

Comme l'inflation (2,4%) se situe dorénavant dans la zone de confort de la Banque centrale australienne, celle-ci a décidé de stabiliser ses taux à 6,25%. Le dollar australien s'est légèrement replié en anticipation de cette décision.



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 laissé son principal taux directeur inchangé, à 3,75%, lors de sa réunion du 12 avril dernier. A en croire les attentes du marché, elle devrait néanmoins procéder à une hausse d'un quart de point supplémentaire du loyer de l'argent, si pas à l'occasion de sa prochaine réunion, le 10 mai, à celle du 6 juin. En effet, la croissance de la masse monétaire ne donne aucun signe d'essoufflement. En outre, la conjoncture européenne est au beau fixe et ne semble pas pénalisée par l'appréciation de l'euro face au dollar notamment. Pas de raison donc pour la Banque centrale européenne de baisser la garde.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale (Fed) ne devrait pas modifier sa politique monétaire lors de sa prochaine réunion, le 9 mai. Rappelons qu'à l'inverse de l'Europe, le marché attend plutôt de la Fed le moment où celle-ci adoptera une politique monétaire moins restrictive en baissant ses taux d'intérêt. Le timing annoncé le mois dernier n'a pas été revu. Le marché ne s'attend pas à une baisse du loyer du dollar avant le troisième voire le quatrième trimestre.

Du côté des taux d'intérêt à long terme, les rendements obligataires en euro se sont

quelque peu tendus durant le moins écoulé, reflétant l'embellie conjoncturelle de l'Union économique et monétaire. Ainsi les rendements à 5 et 10 ans ont chacun gagné 11 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage) pour s'établir dorénavant à 4,13% et 4,16% respectivement. Les forces désinflationnistes structurelles de la mondialisation et conjoncturelles de la hausse de l'euro, modèrent les anticipations en matière d'inflation et limitent ainsi tout dérapage vigoureux et durable des taux longs en euro.

En dollar, c'est le statu quo. Après une légère tension, les rendements obligataires terminent le mois d'avril comme ils l'ont commencé à respectivement 4,54% et 4,64% pour les échéances à 5 et 10 ans.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

3,8920% +2,90 ⁽¹⁾ 
+172,80 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

4,1700% +16,90 ⁽¹⁾ 
+48,70 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

4,9650% -9,40 ⁽¹⁾ 
+274,30 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,6580% +4,70 ⁽¹⁾ 
+43,60 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2006 en points de base

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Citigroup	3,625%	28/03/2011	98,00	4,19%	Aa1
EUR	EDF	3,750%	08/04/2011	99,12	3,99%	Aa1
EUR	Rabobank	3,500%	23/03/2012	97,50	4,07%	Aaa
EUR	Nord. L/B Lux.	3,625%	20/04/2015	95,54	4,30%	Aa1
EUR	ING Groep	4,125%	11/04/2016	99,10	4,25%	Aa3
NOK	NRW	5,000%	30/04/2012	100,27	4,94%	Aa1
HUF	KFW	6,500%	30/03/2012	100,07	6,48%	Aaa
GBP	GE Capital	4,750%	15/03/2011	97,24	5,56%	Aaa
USD	Eurofima	5,000%	03/04/2017	100,59	4,92%	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 zone euro ne subi actuellement aucun dommage dû à la faiblesse de l'économie américaine. La croissance économique se situe même légèrement au-dessus de la croissance économique américaine (3,3% en comparaison à 3,1%).

La faiblesse du dollar freine à peine l'économie de la zone :

- Le dollar s'est affaibli progressivement, de sorte que les sociétés se sont adaptées graduellement.
- Une part importante de l'exportation européenne consiste en biens d'investissement à haute valeur ajoutée.
- Contrairement aux dernières années, il n'y a actuellement que peu de protestation politique contre la vigueur de l'euro.

En outre, le Royaume Uni est le premier partenaire commercial extérieur de la zone euro. Or la livre sterling est restée relativement stable ces dernières années par rapport à l'euro. Les deux banques centrales vont probablement encore augmenter quelques fois leurs taux à court terme, tout en maintenant le différentiel de taux relativement stable. Il devrait dès lors en aller de même pour le taux de change.

■ Japon

L'enquête trimestrielle Tankan démontre une amélioration du sentiment positif des conditions économiques, qui confirme une tendance qui a démarré en 2002.

Derrière cette image positive se cache encore un consommateur timide. Les ventes au détail ont légèrement baissé (-0,7%) sur une base annuelle. L'indicateur de confiance des ménages a légèrement progressé au cours du trimestre dernier, mais il ne fait pas encore le poids face au pessimisme du consommateur japonais. La Banque centrale du Japon s'attend néanmoins à ce que les dépenses de consommation se redressent et viennent soutenir l'économie. Ces dépenses représentent la moitié de l'économie japonaise.

■ Etats-Unis

L'indicateur de sentiments confirme ce que nous suspicions le mois dernier concernant le marché immobilier. Beaucoup d'entrepreneurs ne s'attendent pas à une reprise avant 2008. Entre temps, la faiblesse de la construction résidentielle continue à peser sur la croissance économique.

Cette contribution négative à la croissance économique a été plus que compensée par la bonne santé des exportations américaines. En effet, celles-ci ont bénéficié de la baisse du dollar, qui rend les produits américains plus compétitifs dans le commerce international. Tout n'est donc pas négatif. Voici en soi un bel exemple de stabilisation d'un système économique par l'ajustement des taux de change flottants.

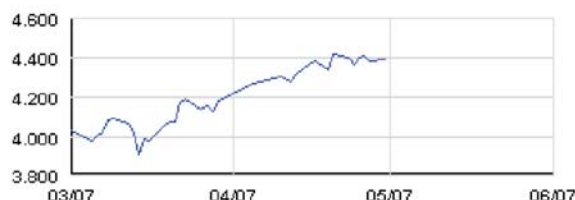
Les problèmes du secteur immobilier n'ont pas provoqué, jusqu'à présent, le redouté "credit crunch". Certains observateurs craignent une forte réduction de l'attribution de nouveaux crédits en réaction à la forte augmentation du retard de paiement des emprunts hypothécaires à risque. Cette augmentation reste malgré tout limitée et ne s'est en tous cas pas encore étendue au segment d'emprunts hypothécaires de qualité. Les banques n'ont donc pas de raison de resserrer leurs conditions de crédit. Cela ressort d'ailleurs du rapport mensuel publié par la Banque centrale américaine qui ne prévoit qu'un durcissement limité des conditions de crédit. Vu que ce rapport date de janvier, nous attendons avec impatience celui de février pour préciser les tendances plus récentes.

Marchés boursiers

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

DJ Euro Stoxx 50

L'offre sur ABN Amro a fait bondir la plupart des valeurs financières. La Société Générale a pu en profiter avec une hausse de 21%. La crainte de voir arriver la fin du boom immobilier espagnol pèse toutefois sur les banques espagnoles : BBVA a perdu 4%.



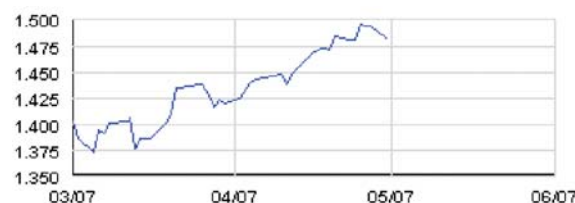
FTSE 100

Le groupe pharmaceutique Shire a bien presté (+12%) grâce à des résultats meilleurs que prévu. De bons chiffres trimestriels et des rumeurs de reprise ont propulsé le cours d'International Power de 11%. A cause d'un renforcement de la concurrence, Yell, distributeur des Pages d'Or, a vu sa croissance attendue aux Etats-Unis diminuer. Le cours a perdu 18%.



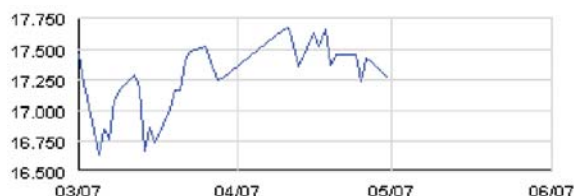
S&P 500

Le vendeur en ligne Amazon a publié des résultats sensiblement meilleurs que prévu et a vu son cours flamber de 54%. Une offre de reprise sur Harman a fait bondir le cours de ce dernier de 27%. Les résultats de LSI Corp ont fortement déçu. Le cours a dévissé de 15%.



Nikkei 225

Les valeurs du transport maritime ont le vent en poupe. Kawazaki Kisen Kaisha et Mitsui Osk Lines en ont profité et ont vu leurs cours augmenter de respectivement 17% et 16%. Les perspectives d'une perte plus importante que prévu chez Mitsubishi UFJ Nicos n'ont pas été appréciées par le marché : le cours a perdu 25% de sa valeur.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur du sentiment des professionnels du secteur service	53,0	52,4	03/05
EMU	Vente au détail	0,5%	0,3%	04/05
USA	Taux de chômage	4,5%	4,4%	04/05
EMU	Décision taux d'intérêt BCE	-	3,75%	10/05
USA	Vente au détail (hors automobile)	-	0,8%	11/05
USA	Indicateur du sentiment des professionnels du secteur immobilier	-	33,0	15/05
USA	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	0,1%	15/05
EMU	Indice des prix à la consommation	-	0,7%	16/05
JAP	Décision taux d'intérêt Banque du Japon	0,50%	0,50%	17/05
EMU	Belgique : confiance des entreprises	-	3,8	24/05
EMU	Allemagne : indicateur de confiance économique	-	104,3	24/05
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	1,5%	24/05
JAP	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	-0,2%	25/05
JAP	Vente au détail	-	-1,3%	29/05
USA	Produit Intérieur Brut	-	1,3%	31/05

Analyses de valeurs

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

■ Vedior (VDOR - Euronext Amsterdam) - Services aux sociétés - 18,88 EUR

■ Profil

Vedior occupe la 4^{ème} place mondiale dans le marché des services intérimaires. D'origine hollandaise, le groupe est à présent basé en France (via Vediorbis, Expectra, Amplitude, etc.).

Le groupe recense environ 11.900 collaborateurs.

Le chiffre d'affaires de 2006 est réparti comme suit (7,7 milliards EUR) :

■ France :	41%
■ Royaume-Uni :	13%
■ Etats-Unis :	9%
■ Hollande :	8%
■ Reste de l'Europe :	20%
■ Reste du monde :	9%

■ Résultats et perspectives

Vedior a publié des résultats pour le premier trimestre 2007 qui dépassent les prévisions et sont les meilleurs jamais réalisés au premier trimestre d'une année comptable. La croissance organique du chiffre d'affaires (1,9 milliards EUR) s'élève à 9%. Grâce à une solide maîtrise des coûts, le bénéfice opérationnel a augmenté de 42% pour atteindre 73,4 millions EUR.

La seule division française du groupe a vu son chiffre d'affaires augmenter de 10% pour atteindre 760 millions EUR. Le bénéfice opérationnel a progressé de 47% à 25,5 millions EUR, un tiers du total du groupe. Tous les segments du marché français contribuent à cette belle amélioration des résultats.

De fortes progressions sont également observées en Espagne, au Canada et aux Pays-Bas.

Vu le ralentissement économique, les Etats Unis n'ont généré que 5% de croissance de leur chiffre d'affaires (163 millions EUR) et ont vu leur bénéfice opérationnel diminuer de 8% à 6,7 millions EUR.

Divisés en segments de marché, les activités d'intérim spécialisé (telles que les ingénieurs et les métiers de la finance) croissent de 10% contre 9% pour l'intérim traditionnel. Ces activités spécialisées dégagent également une plus grande marge bénéficiaire : 6,1% comparé aux 3% du travail intérimaire traditionnel. La marge bénéficiaire au niveau du groupe est passée de 3% à 3,8%.

Vedior s'attend au deuxième trimestre à une poursuite de la forte tendance du premier trimestre. L'attente d'une reprise fébrile en France devrait contribuer à une amélioration des résultats.

Les prévisions bénéficiaires moyennes ont augmenté de 1,5% durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

Vedior évolue selon le marché français. Ce marché semble en voie de guérison ce qui est positif pour Vedior. La direction fait un effort de transparence en publiant des chiffres détaillés par pays. Ce souci de transparence est accueilli positivement par les analystes qui suivent l'action. Le cours de l'action Vedior a déjà partiellement anticipé les meilleures perspectives, mais reste raisonnablement valorisée. Il s'agit d'une valeur cyclique qui devrait encore profiter de l'embellie conjoncturelle actuelle. Vedior est conseillée comme achat de trading à 20 EUR.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	6,7 EUR
Valeur actif net tangible :	0,2 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,8
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	15,3
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	12,9
Rendement brut du dividende :	1,6%
Endettement :	64%
Prochains résultats :	26 juillet

■ Analyse technique

Le 21 mars, l'indicateur de court terme a généré un signal d'achat. Pour l'instant, l'indicateur RSI est en zone de sur-achat, ce qui pourrait engendrer une faiblesse temporaire du cours. Le signal d'achat du MACD de long terme du 5 janvier reste valable. L'image technique est très positive.

■ CMB (CMB - Euronext Bruxelles) - Transport - 50,64 EUR

■ Profil

CMB (Compagnie Maritime Belge) est active dans le transport de vrac sec tel que le minerai de fer par le biais de sa succursale Bocimar.

Ces dernières années les filiales Exmar (transport de gaz) et Euronav (transport pétrolier) ont quitté le groupe (respectivement en 2003 et 2004) pour former deux sociétés distinctes cotées en bourse.

Outre Bocimar, CMB possède d'autres activités, nettement moins importantes, telles que la logistique portuaire (Hessenatie), l'immobilier (Reslea) et le leasing d'avions (Air Contractors Group).

En 2006, le bénéfice net se répartit comme suit (134,4 millions EUR) :

■ Bocimar :	97%
■ Reste :	3%

■ Résultats et perspectives

Les résultats du premier trimestre 2007 font apparaître une très belle progression des affaires. Malgré une baisse de 14% du chiffre d'affaires à 86,3 millions EUR, le bénéfice net a augmenté de 170% pour atteindre 92,9 millions EUR. Cela est principalement dû à la plus-value réalisée sur les navires vendus (+/- 67 millions EUR). Le bénéfice net de l'activité sous-jacente (i.e. sans la plus-value) a augmenté de 48% à 25,9 millions EUR, grâce à la forte augmentation du prix du fret. Ces tarifs ont, comparé au premier trimestre 2006, plus que doublé. Comparé aux tarifs moyens de 2005, ils ont progressé de 32% à 48% selon le type de navire.

Grâce à la vigueur de l'économie mondiale, à la demande continue de matières premières dans les pays en voie de développement et au manque de bateaux disponibles sur le marché naval mondial, les tarifs de fret du deuxième trimestre 2007 devraient augmenter de 25% à 30% pour se retrouver environ au même niveau que le sommet atteint en 2004. La comparaison avec la période relativement stable pour le fret de 1985-2002 est encore plus impressionnante : les tarifs de l'époque représentaient environ un quart des tarifs actuels.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2007 ont baissé de 4% durant le mois écoulé. Parallèlement, les prévisions pour 2008 ont augmenté de 27%.



■ Notre opinion

Suite à sa séparation d'Exmar et d'Euronav, CMB est devenu un "pure play" dans le secteur de transport de vrac en sec. L'action est donc devenue plus sensible aux changements des tarifs de fret.

En outre, les résultats sont fort sensibles aux plus-values réalisées sur la vente de navires. Or le haut rendement de dividendes de CMB est rendu en partie possible grâce à ces plus-values, de sorte que ce rendement n'est pas garanti en l'absence de ces plus-values.

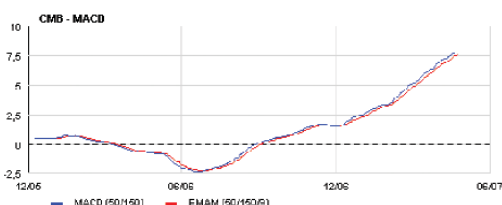
L'excès de demande actuel sur le marché naval peut encore durer quelques mois, ce qui soutiendrait les tarifs de transport au niveau actuel. Cependant, une forte augmentation de la capacité navale mondiale pointe à l'horizon, ce qui transparaît dans la baisse de tarifs (environ 20% de moins) pour 2009. C'est pourquoi nous conseillons aux investisseurs de profiter de l'euphorie actuelle du marché pour prendre leurs bénéfices.

■ Analyse fondamentale

Valeur Intrinsèque :	9,6 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	5,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	13,7
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	26,9
Rendement brut du dividende :	6,7%
Endettement :	46%
Prochains résultats :	26 juillet

■ Analyse technique

Le signal d'achat du MACD de long terme date du mois d'août 2006 et reste d'actualité. Il n'y a pas de signal technique de vente.



■ Caterpillar (CAT - NYSE) - Biens d'équipement - 72,55 USD

■ Profil

Caterpillar est le plus grand producteur mondial d'engins de chantier pour le secteur de la construction et l'industrie minière, de moteurs au diesel et au gaz, de turbines à gaz industrielles et de services apparentés.

Le groupe compte environ 95.000 employés à travers 40 pays.

En 2006, le chiffre d'affaires se répartissait comme suit (41,5 milliards USD) :

■ Amérique du Nord :	52%
■ Europe/Afrique/Moyen Orient :	27%
■ Asie :	12%
■ Amérique latine :	9%

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires du premier trimestre était supérieur aux attentes. La moins bonne marche des affaires aux Etats-Unis a été compensée par l'évolution favorable du reste du monde. La région Europe / Afrique / Moyen-Orient, en particulier, a vu son chiffre d'affaires augmenter de 32%.

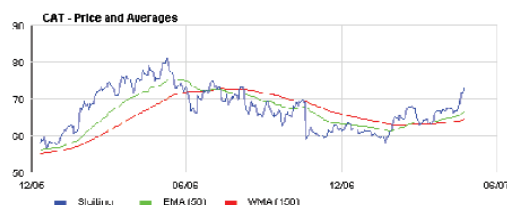
Caterpillar a profité de l'excellente forme des secteurs tels que l'industrie minière, l'énergie et les grands travaux d'infrastructure à l'international. Aux Etats-Unis par contre, le groupe observe une réelle diminution de la demande suite au renforcement des normes d'émission pour les moteurs lourds et la faiblesse du marché immobilier.

Concrètement, aux Etats-Unis, le chiffre d'affaires a baissé de 10%, alors que l'ensemble du groupe a vu son chiffre d'affaires progresser de 6,6% pour atteindre 10 milliards USD. Soulignons que cette augmentation reste en grande partie due à des facteurs externes tels que la faiblesse du dollar et une acquisition. Sans ces effets positifs, le chiffre d'affaires n'aurait augmenté que de 0,5%.

Le bénéfice net s'est, quant à lui, contracté de 3% jusqu'à 816 millions USD suite à la hausse des coûts opérationnels. Grâce à l'achat et à la destruction de ses propres actions, le bénéfice par action a tout de même progressé de 3% (1,08% attendus) à 1,23 USD.

Caterpillar reste confiante dans l'avenir et dans ses objectifs pour 2010. La direction a revu à la hausse ses prévisions de ventes et de bénéfices par action attendus pour 2007 de respectivement 1% à 43 milliards USD et de 2% à 5,55 USD.

Vu la faiblesse du marché immobilier américain, le groupe s'attend à un second trimestre 2007 faible. Les prévisions bénéficiaires moyennes du consensus des analystes pour 2007 et 2008 ont augmenté de 2,2% durant le dernier mois écoulé.



■ Notre opinion

Les résultats de Caterpillar ont été bien accueillis par le marché. Leur publication a fait bondir le cours de 5%. Le groupe profite pleinement du boom de l'investissement dans les pays en voie de développement (principalement au Moyen-Orient et en Asie) et du secteur des matières premières. Seule la faiblesse de l'économie américaine crée certains remous pour l'instant.

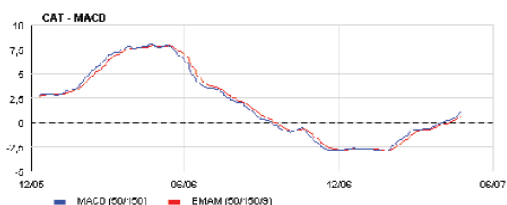
Vu la valorisation relativement basse et la confiance en l'avenir (tant pour l'année en cours que pour les objectifs 2010), Caterpillar peut constituer un placement intéressant. Bien que le second trimestre sera relativement faible, nous conseillons d'acheter cette action à 70 USD.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	11,60 USD
Valeur actif net tangible :	7,1 USD
Ratio Cours / Valeur Comptable :	6,2
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	13,0
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	11,5
Rendement brut du dividende :	1,8%
Endettement :	398%
Prochains résultats :	20 juillet

■ Analyse technique

Le graphique MACD de long terme a généré un signal d'achat le 4 avril. Entre temps, le graphique RSI à long terme ne se situe pas encore dans la zone de sur-achat de sorte que l'image technique est positive.



■ Depfa Bank (DEP - XETRA) - Services financiers - 13,83 EUR

■ Profil

Depfa Bank Plc est le deuxième plus important fournisseur de financements aux entités publiques et de financements de projets d'infrastructure, après Dexia.

Depfa est née en 2002 de la séparation en deux groupes de la banque allemande Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG. Depfa a alors déplacé son siège de l'Allemagne vers l'Irlande.

La banque compte 600 collaborateurs répartis en 18 endroits.

Le bénéfice brut de 2006 (646 millions EUR) se répartissait comme suit entre les différents départements :

■ Budget Finance (entités publiques) :	86%
■ Infrastructure Finance :	6%
■ Client Product Service (produits sur mesure) :	6%
■ Marchés globaux (bond trading) :	19%
■ Corporate :	-16%

■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels de Depfa Bank ont montré, en 2006, une belle croissance de 7% tant dans le chiffre d'affaires que dans le bénéfice net avec respectivement 874 millions EUR et 507 millions EUR. La croissance provient principalement du core-business, Budget Finance, qui se développe principalement aux Etats-Unis.

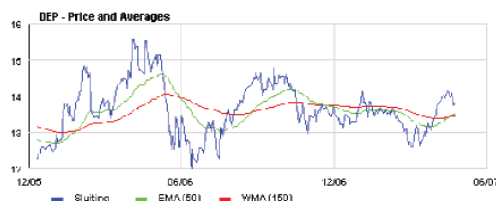
Afin de réduire sa dépendance aux revenus d'intérêt et donc sa sensibilité à l'impact négatif d'une possible inversion de la courbe des taux en euro, Depfa essaie de faire croître ses revenus sur commission. En analysant les résultats sous cet angle, on observe une augmentation de 14% du revenu des commissions l'an dernier, là où les intérêts n'ont augmenté que de 1%. Ainsi, le revenu des commissions occupe 51% du chiffre d'affaires total (contre 48% en 2005).

Les revenus de la division trading, Marchés globaux, représentent l'élément volatil de ces résultats. Le bénéfice brut y a diminué de 60% à 122 millions EUR. Depfa a comme but de stabiliser ses revenus de trading, mais il y a de fortes chances pour que ceux-ci se stabilisent à un niveau plus bas.

Depfa souhaite principalement croître dans le financement des travaux d'infrastructure de Partenariats Privés-Publics (PPP). Dans le cadre de

réductions budgétaires, les gouvernements font de plus en plus appel à des financements privés partiels pour financer les travaux d'infrastructure. Sur ce marché, l'on peut s'attendre à une croissance stable à long terme avec comme segment de croissance l'infrastructure routière, les écoles et l'infrastructure environnementale.

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



■ Notre opinion

Après de belles prestations boursières il y a quelques années, le cours de Depfa a stagné, suite, entre autres, à la baisse de 15% du bénéfice net en 2005. Pour l'instant, Depfa est l'une des banques européenne les moins chères avec un profil de risque relativement bas. A moins de 14 EUR, l'action peut être achetée dans une perspective pour le long terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	7,9 EUR
Valeur actif net tangible :	7,7 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,8
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	9,4
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	8,6
Rendement brut du dividende :	2,9%
Prochains résultats :	2 mai

■ Analyse technique

Le MACD de court terme va probablement bientôt générer un signal de vente. Après la récente petite hausse du cours, un léger repli reste possible.



■ Tubize/UCB (TUB - Euronext Bruxelles) - Pharmaceutique - 49,70 EUR

■ Profil

Tubize est la holding de contrôle de l'entreprise pharmaceutique UCB. Celle-ci dispose d'une forte position dans le marché des anti-allergiques (Zyrtec, Xyzal) et des affections du système nerveux central (Keppra). Un nouveau marché cible pour UCB concerne les affections inflammatoires pour lesquelles le Cimzia offre un grand potentiel.

Le chiffre d'affaires de 2006 se répartit comme suit (2,5 milliards EUR) :

■ Allergies :	32%
■ Système nerveux central :	45%
■ Autres :	23%

■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels d'UCB ont connu une belle croissance : le chiffre d'affaires a progressé de 11% à 2,5 milliards EUR et le bénéfice net de 13% à 367 millions EUR. Le Keppra est devenu le produit le plus important suite à l'augmentation de son chiffre d'affaires de 36% à 761 millions EUR. Le chiffre d'affaires du Zyrtec reste stable à 561 millions EUR et son successeur Xyzal a crû de 13% à 143 millions EUR.

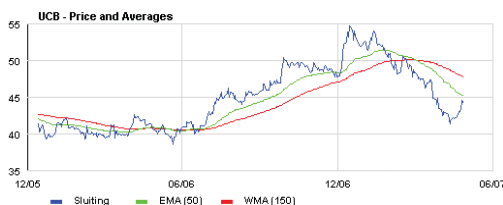
Le point critique pour la valorisation actuelle d'UCB concerne l'évolution du pipe-line de produits. UCB tente d'élargir celui-ci à d'autres segments : maladies inflammatoires et affections du système nerveux. D'où les reprises de Celltech et de Schwarz Pharma. A présent, UCB possède l'un des plus larges pipe-lines de produits dans l'industrie pharmaceutique, dont principalement des produits en phase 2 et 3, et quelques produits dans l'attente d'une approbation.

Les récentes difficultés du Cimzia, pour lequel la FDA américaine demande un test supplémentaire, pèsent lourd sur le cours de l'action. En effet, le Cimzia, hérité de Celltech, pourrait devenir un futur « blockbuster » (chiffre d'affaires potentiel supérieur au milliard USD). Or chaque année perdue pour de nouveaux tests accroît les chances des produits concurrents d'investir plus tôt le marché. Et les tests supplémentaires exigés par la FDA augmentent les risques de voir le Cimzia sur le marché américain en 2009 au lieu de cette année. 2009 est en outre l'année d'échéance du brevet du Keppra aux Etats-Unis, ce qui pèsera sur la rentabilité de UCB.

La direction se montre néanmoins confiante quant à l'approbation de ces tests supplémentaires. Elle reste également sereine vis-à-vis de ce retard car

UCB peut s'appuyer sur un large éventail de produits et sur sa stratégie explicite à long terme.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2008 ont baissé de 3% durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

Suite au retard pris avec le Cimzia, il y a de fortes chances que le lancement de celui-ci coïncide avec celui d'autres médicaments (par exemple Xyzal aux Etats-Unis et Neupro). Dans la revue mensuelle de janvier 2005, nous déconseillions UCB car nous pensions que Cimzia ne serait pas lancé avant 2008. A présent il semble que cela n'aura lieu qu'en 2009. Entre temps, suite à la reprise de Schwarz Pharm, la valorisation d'UCB s'est accrue sensiblement. C'est partiellement compensé par le bel éventail de produits du groupe.

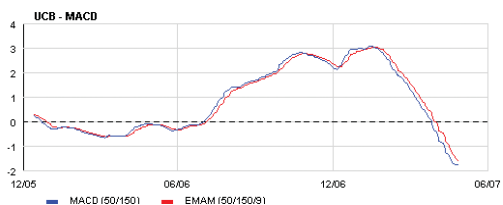
A cause du délai du Cimzia, nous n'achèterions pas encore UCB. Pour les mêmes raisons, nous attendrions avant d'acheter le holding de contrôle Tubize. Nous attendons que le cours d'UCB se situe aux alentours de 40 EUR et celui de Tubize autour de 47 EUR.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	17,4 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,5
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	25,9
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	23,2
Rendement brut du dividende :	2,0%
Endettement :	65%
Prochains résultats :	26 juillet

■ Analyse technique

Le 30 mars, le MACD a généré un signal de vente. La forte baisse du cours a fait retomber l'indicateur RSI dans la zone de sur-vente. Nous pouvons nous attendre à une absence de tendance pour les quelques mois à venir.



Gestion de Fortune

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

En règle générale, tout investisseur cherche à maximiser le rendement et à minimiser le risque de ses placements. Ces deux objectifs sont toutefois contradictoires. En effet, au plus un investisseur veut gagner, au plus il doit prendre de risque. A contrario, au moins il souhaite prendre de risque, au moins il peut espérer gagner. La planète financière ne dispose pas d'instruments financiers purs adaptés à chaque profil de risque. Par contre, il est possible, par une combinaison judicieuse de différents types d'instruments financiers, de recréer un ensemble (i.e. un portefeuille) optimal qui satisfasse le couple risque / rendement approprié au profil d'un investisseur donné. La question critique pour celui-ci concerne alors l'équilibre à trouver entre actifs plus risqués (et plus rémunérateurs) et actifs moins risqués (et moins rémunérateurs). Outre la sensibilité subjective de chacun (i.e. son confort psychologique face aux variations de marchés) et l'objectif recherché pour le placement (e.g. générer un complément de revenu régulier, faire croître le capital, etc.), l'horizon de placement peut aider l'investisseur à trancher une partie de la question en fixant une limite supérieure (un seuil maximum) au poids à allouer aux actifs (les plus) risqués.

Cette question ne se poserait bien sûr pas s'il était possible d'anticiper sans faille toute dépréciation des actifs à risque. Cet exercice est néanmoins illusoire car, par définition, un actif est risqué parce que son évolution future revêt un caractère aléatoire. Or, on a beau disposer des meilleurs indicateurs, encore faut-il avoir la discipline de suivre ceux-ci et de ne pas céder ni à la panique en cas de déprime des marchés ni à l'euphorie ambiante en cas de hausse exagérée. La délégation de la gestion de son portefeuille à un professionnel permet au moins de résoudre ce problème. En outre et surtout, la prévision du futur reste, même pour un professionnel, un exercice extrêmement délicat, sujet à erreurs et à des phénomènes imprévisibles (e.g. événements géopolitiques, fraudes, etc.).

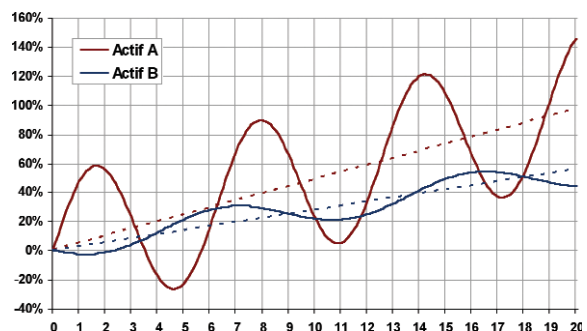
Le graphique ci-dessous illustre la pertinence de l'horizon de placement dans la problématique de l'investisseur face à un monde incertain. Il simule l'évolution de deux actifs fictifs, A, plus risqué et plus rémunérateur, et B, moins risqué

et moins rémunérateur. A priori, nous pouvons avoir une bonne idée de l'espérance de gain futur à long terme de chaque actif, représentée par le trait pointillé. Nous savons également que l'actif A se montrera davantage volatil autour de son espérance de gain que l'actif B. L'incertitude concerne l'évolution de ces deux actifs à court terme.

Dans la simulation présentée, on observe que malgré un démarrage très favorable à l'actif A, le rendement de celui-ci est inférieur à celui de l'actif B entre les périodes 3,4 et 6,2. Il est même négatif entre les périodes 3,5 et 5,6. On observe également qu'il faudra attendre 10 périodes pour être sûr que l'actif A ne génère plus un rendement négatif et une bonne vingtaine de périodes pour être sûr que l'actif A ne génère pas un rendement inférieur celui de l'actif B.

Concrètement, un investisseur qui aurait un horizon de placement inférieur à 10 périodes, aurait intérêt, dans la simulation présentée ici, à ne pas surcharger son portefeuille de l'actif A, mais plutôt à faire la part belle à l'actif B. Au-delà d'un horizon de placement de 10 périodes, il pourra se permettre d'avoir la main plus lourde en actif A, tout en conservant à l'esprit que celui-ci peut encore générer, de façon temporaire, un rendement inférieur à celui de l'actif B. C'est seulement au-delà de 20 périodes qu'il pourra négliger l'actif B, pour autant, bien sûr, que ses autres contraintes (profil psychologique, objectif de placement, etc.) soient satisfaites avec une telle configuration de portefeuille.

Nous verrons, le mois prochain, comment évaluer l'horizon de placement minimum recommandé pour chacun de nos quatre types de gestion.



■ Jeudi 10 mai 2007 : Conférence

La politique de sélection des actions individuelles en gestion de fortune

Langue : Français
 Lieu : Ath
 Heure : 19h
 Orateur : François Lefebvre, administrateur de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Ath - M. Pierre Cauchie - Tél: +32 68 28 36 20

■ Mardi 29 mai 2007 : Conférence

La politique de sélection des actions individuelles en gestion de fortune

Langue : Français
 Lieu : Liège
 Heure : 18h
 Orateur : François Lefebvre, administrateur de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Liège - M. Vincent Thoreau - Tél: +32 4 221 23 44
 - Mme Françoise Thoreau-Pitti - Tél: +32 4 221 23 44

■ Jeudi 31 mai 2007 : Conférence

La dématérialisation des titres au porteur en Belgique

Langue : Français
 Lieu : Liège
 Heure : 19h
 Orateur : Olivier Leleux, administrateur délégué de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Liège - M. Vincent Thoreau - Tél: +32 4 221 23 44
 - Mme Françoise Thoreau-Pitti - Tél: +32 4 221 23 44

	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 60 50 50
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
GENT	– KOUTER Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT	– KERMT Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	– ST-AMAND St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
– DAMKAAI	Damkaai, 4	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	– CENTRE Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS	– BERTAIMONT Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 56 06 70
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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 avril 2007