

## Edito

Contrairement aux années précédentes, l'actualité boursière de ces mois de juillet et d'août 2005 a été particulièrement chargée. Les marchés ont connu une activité nettement plus importante qu'à l'accoutumée. Ce regain d'activité a surpris plus d'un investisseur et plus d'un opérateur.

Au début du mois de juillet, deux vagues d'attentats ont frappé successivement une des capitales de la finance mondiale, Londres. La réaction des marchés boursiers face à ces attentats a été ici très encourageante. En effet, après les premiers mouvements de panique durant les heures qui ont suivi la communication des attentats par les médias du monde entier, les marchés se sont rapidement repris et ont récupéré en moins d'une journée le recul qu'ils avaient pris. A titre de comparaison, il avait fallu quarante séances à l'indice boursier américain Dow Jones pour récupérer son niveau d'avant le 11 septembre 2001. De même, il avait fallu une dizaine de séances à l'IBEX 35, l'indice boursier espagnol, pour recouvrer son niveau d'avant le 11 mars 2004. Il semble bien que les marchés financiers réagissent désormais de manière plus sereine face aux attaques terroristes.

Quelques semaines plus tard, le cours du pétrole s'est à nouveau envolé. Après ses sommets à 55 dollars en octobre 2004 et en mars/avril 2005, la plupart des opérateurs pensaient que le pétrole se stabiliserait aux alentours de 45

dollars. La relative accalmie du mois de mai et du début du mois de juin les avait conforté dans cette croyance. Mais dès le début du mois de juillet, le cours du pétrole a repris son ascension et approche désormais les 70 dollars le baril. Dans cette revue mensuelle, nous tenterons de détecter les premières conséquences de cette envolée du prix de l'énergie et de tirer les premiers enseignements de cette nouvelle donne économique.

Le 9 août, Suez crée la surprise en Belgique en annonçant son souhait de lancer à la rentrée une offre publique d'achat sur sa filiale belge à 50,08 %, Electrabel. Le cours d'Electrabel bondit à 417 EUR et entraîne une bonne partie des valeurs du BEL 20 dans son sillage. Vous découvrirez dans les pages qui suivent plusieurs analyses financières, dont Suez et Elia, respectivement maison mère et filiale d'Electrabel.

Toute notre équipe se tient à votre entière disposition pour vous fournir de plus amples informations sur ces différents sujets d'actualité. N'hésitez pas à contacter l'un de nos 60 chargés de clientèle. Une permanence téléphonique est également à votre entière disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h.

























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

<b>Sommaire</b>	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Elia	6
	Analyse de Artwork Systems	7
	Analyse de Cumerio	8
	Analyse de Havas	9
	Analyse de Suez	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



### Les chiffres clés du mois

<b>AEX 25 (Pays-Bas)</b>	386,62	-2,31% <sup>(1)</sup>  +11,07% <sup>(2)</sup> 
<b>BEL 20 (Belgique)</b>	3.222,31	-0,18% <sup>(1)</sup>  +9,88% <sup>(2)</sup> 
<b>CAC 40 (France)</b>	4.370,50	-1,83% <sup>(1)</sup>  +14,38% <sup>(2)</sup> 
<b>DAX (Allemagne)</b>	4.841,64	-0,92% <sup>(1)</sup>  +13,76% <sup>(2)</sup> 
<b>FTSE (G-B)</b>	5.265,90	-0,31% <sup>(1)</sup>  +9,38% <sup>(2)</sup> 
<b>SMI (Suisse)</b>	6.486,20	-1,74% <sup>(1)</sup>  +13,93% <sup>(2)</sup> 
<b>DJ Stoxx 50 (Europe)</b>	3.101,21	-1,22% <sup>(1)</sup>  +11,77% <sup>(2)</sup> 
<b>DJII (USA)</b>	10.450,63	-1,79% <sup>(1)</sup>  -3,08% <sup>(2)</sup> 
<b>NASDAQ (USA)</b>	2.134,37	-2,31% <sup>(1)</sup>  -1,89% <sup>(2)</sup> 
<b>TS 300 (Canada)</b>	10.538,93	+1,11% <sup>(1)</sup>  +13,98% <sup>(2)</sup> 
<b>NIKKEI (Japon)</b>	12.439,48	+4,54% <sup>(1)</sup>  +8,28% <sup>(2)</sup> 
<b>MSCI World</b>	1.189,05	+0,08% <sup>(1)</sup>  +1,69% <sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2004

# Devises

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

Les chiffres clefs des devises

## USD/EUR (USA)

**0,81** -1,61%<sup>(1)</sup>   
+9,12%<sup>(2)</sup> 

## GBP/EUR (G-B)

**1,47** +1,03%<sup>(1)</sup>   
+3,42%<sup>(2)</sup> 

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

**0,74** +1,06%<sup>(1)</sup>   
+2,99%<sup>(2)</sup> 

## NOK/EUR (Norvège)

**0,13** -0,77%<sup>(1)</sup>   
+3,79%<sup>(2)</sup> 

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

**13,41** +0,03%<sup>(1)</sup>   
-0,30%<sup>(2)</sup> 


## CHF/EUR (Suisse)

**0,65** +1,08%<sup>(1)</sup>   
-0,01%<sup>(2)</sup> 



## AUD/EUR (Australie)

**0,62** -1,15%<sup>(1)</sup>   
+6,76%<sup>(2)</sup> 

## CAD/EUR (Canada)

**0,68** +1,01%<sup>(1)</sup>   
+9,89%<sup>(2)</sup> 

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,38** +1,89%<sup>(1)</sup>   
+2,60%<sup>(2)</sup> 

## PLN/EUR (Pologne)

**0,25** +2,21%<sup>(1)</sup>   
-8,34%<sup>(2)</sup> 

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

**0,41** -0,18%<sup>(1)</sup>   
-0,11%<sup>(2)</sup> 

## SEK/EUR (Suède)

**0,11** +0,94%<sup>(1)</sup>   
-3,31%<sup>(2)</sup> 

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

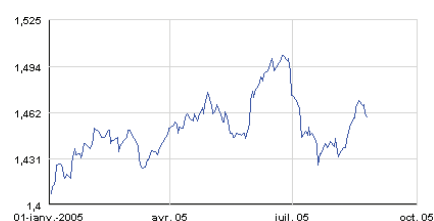
## USD/EUR

Le différentiel d'intérêt entre l'euro et le dollar continue à soutenir la devise américaine. Ce soutien pourrait perdurer plusieurs mois, avant que les fondamentaux économiques américains (doubles déficits) ne rappellent les marchés à l'ordre.



## GBP/EUR

La livre sterling vient de connaître une période de volatilité importante. Après la première baisse des taux d'intérêt depuis longtemps, il est fort improbable que la Banque d'Angleterre ne réduise à nouveau ses taux prochainement. D'ailleurs, l'économie anglaise continue jusqu'à présent de briller par sa vigueur.



## CHF/EUR

Depuis le début de l'année, le franc suisse est resté très stable face à l'euro. Ce phénomène peut s'expliquer aisément : l'économie helvétique est en effet de plus en plus intégrée au sein de l'économie européenne.



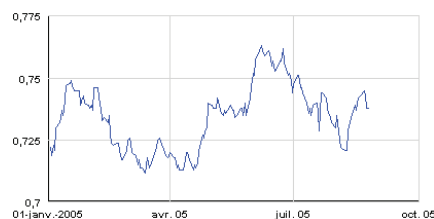
## NOK/EUR

Les prix du pétrole ont connu une forte envolée durant la période sous revue, ce qui a permis de soutenir fortement l'économie norvégienne. La couronne a suivi.



## JPY/EUR

Volatile, mais finalement stable ... Ce serait probablement la meilleure manière de décrire l'évolution du cours du yen japonais. La reprise récente de l'économie japonaise n'a pas encore eu d'effet sur la devise nippone.



## AUD/EUR

Les cours élevés du pétrole font craindre un début de récession économique à certains opérateurs du marché. Cette crainte pèse naturellement sur l'économie australienne qui subit de plein fouet cette hausse du prix de l'énergie. Le dollar australien perd dès lors du terrain face à l'euro.



# Euro-Obligations

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

Les taux d'intérêt à long terme ont peu bougé depuis notre dernière publication. Ils stagnent à des niveaux historiquement bas. La faiblesse économique des pays membres de l'Union économique et monétaire (voir notre article Economies à la page suivante) et la stabilité de l'inflation à 2% expliquent cet état de fait. Et le marché n'anticipe pas de hausse significative des taux longs pour les prochains mois.

D'aucuns craignent que la hausse de la facture énergétique n'ait un impact sur l'inflation. Cependant, la vigueur des prix pétroliers n'est pas récente et elle ne s'est, jusqu'à présent, pas matérialisée en une hausse de l'inflation, notamment parce que les entreprises, dans un marché globalisé de plus en plus concurrentiel, n'ont pas la capacité de reporter la hausse du prix des matières premières et des biens intermédiaires dans le prix des biens finals.

En fait, si l'appréciation du baril a un effet, c'est davantage sur la croissance économique (à la baisse) que sur les prix à la consommation (à la hausse).

Malgré l'absence de perspective d'un vif rebond durable des taux longs en euro, nous nous montrons prudents et conseillons de soigner le timing des achats d'obligations pour les deux raisons principales suivantes. D'une part, les

taux d'intérêt réels sont historiquement très bas. Ils pourraient dès lors se redresser dans le sillage de la parution de bonnes statistiques économiques. D'autre part, les taux longs ont été fort peu volatiles ces derniers mois. Leur volatilité pourrait se réveiller si les marchés se montraient plus nerveux. Il convient donc de se montrer opportuniste.

Outre-atlantique, la hausse des coûts unitaires du travail pourrait avoir un effet inflationniste. Les taux longs en dollar pourraient dès lors se tendre encore quelque peu dans les mois à venir (après une hausse de quelque 25 points de base<sup>1</sup> depuis notre dernière publication). Courant 2006 toutefois, l'action de la Réserve fédérale américaine, qui met en place une politique monétaire progressivement restrictive, devrait provoquer un ralentissement économique – ne fut-ce que modéré – plus favorable aux placements obligataires en dollar. Patience donc.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

## EUR (3 Mois)

**2,0320%** -0,20<sup>(1)</sup> ↓  
-13,20<sup>(2)</sup> ↓

## EUR (10 Ans)

**3,1640%** -7,60<sup>(1)</sup> ↓  
-51,90<sup>(2)</sup> ↓

## USD (3 Mois)

**3,4870%** +7,10<sup>(1)</sup> ↑  
+126,50<sup>(2)</sup> ↑

## USD (10 Ans)

**4,1780%** -4,60<sup>(1)</sup> ↓  
-4,40<sup>(2)</sup> ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Ned. Watershopsbank	3,875%	17/02/2020	104,50	3,47%	Aaa
EUR	Hypobk. in Essen	2,875%	17/08/2010	102,60	2,31%	Aaa
EUR	Citigroup	3,500%	05/08/2015	102,10	3,24%	Aa1
NOK	Rabobank	3,250%	01/03/2010	101,80	2,81%	Aaa
TRY	Rentenbank	13,000%	09/01/2008	100,56	12,79%	Aaa
TRY	EIB	12,000%	10/02/2010	100,95	11,66%	Aaa
USD	Depfa ACS Bank	4,125%	10/12/2007	101,00	3,64%	Aaa
USD	Ned. Watershopsbank	2,750%	30/12/2008	96,70	3,81%	Aaa
USD	American Express	3,625%	20/02/2009	98,75	4,01%	Aa3
USD	Cades	4,000%	21/01/2010	100,40	3,89%	Aaa
NZD	KFW	6,000%	15/07/2009	100,27	5,91%	Aaa
ZAR	NRW	7,250%	06/09/2010	99,80	7,30%	Aa2
ZAR	Rabobank	7,000%	14/09/2011	98,27	7,37%	Aaa
AUD	ICO	5,500%	24/02/2009	101,45	5,02%	Aaa

<sup>1</sup> 100 points de base = 1 point de pourcentage.

# Economies

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

## ■ Zone Euro

L'environnement économique de la zone Euro reste peu porteur. Les indicateurs économiques ne sont pas très optimistes et la confiance des consommateurs s'en ressent directement. Entre croissance molle et récession, l'économie européenne semble tarder à retrouver le dynamisme et l'élan dont elle a besoin.

Sur le front de l'inflation, les prix à la consommation n'ont pas (encore) été influencés par la hausse du cours du pétrole. Cette stabilité des prix à la consommation provient du manque de pouvoir de négociation des entreprises sur les prix de vente de leurs produits et services. En effet, ces dernières assistent impuissantes à l'augmentation des prix des matières premières, sans pouvoir répercuter cette hausse sur leurs prix de vente. C'est un fait : l'indice des prix à la production a été directement influencé par la hausse du prix du pétrole, et le marché considère que cette augmentation des prix à la production n'est pas terminée. Si nous omettons les prix de l'énergie et des métaux précieux, nous constatons que les indices des matières premières exprimés en euros restent au même niveau qu'il y a 12 mois. L'augmentation du prix de l'énergie est donc bien le principal responsable de la récente augmentation des prix des matières premières.

Les taux d'intérêt à court terme de la zone Euro sont restés relativement stables. Le marché ne s'attend pas à un mouvement quelconque sur les taux à court terme. Les taux d'intérêt à long terme ont même diminué, le taux à 10 ans étant désormais à 3,2 %, contre 4,1 % l'année dernière. Nous considérons que cette différence entre taux d'intérêt court et long est une expression supplémentaire de la faiblesse de l'économie européenne.

## ■ Etats-Unis

Les Etats-Unis continuent à nous renvoyer l'image d'une économie toujours plus dynamique. Les principaux indicateurs économiques américains se sont stabilisés après la forte baisse qu'ils ont connue durant le dernier trimestre. De même, la confiance des entrepreneurs s'est nettement reprise après la baisse des derniers mois. Il faudra néanmoins s'assurer que le cap puisse être maintenu malgré la forte hausse des prix du

pétrole. Quant à la confiance des consommateurs, elle se stabilise à un très bon niveau, après la reprise continue depuis la mi-2003.

Les chiffres de l'inflation aux Etats-Unis sont cependant à suivre de près. En effet, pour la première fois en vingt années, les prix des matières premières et le coût du travail croissent au même moment. Auparavant, toute hausse éventuelle des salaires était compensée par les prix bas du pétrole. Durant la grande vague de restructuration de la période 2001-2003, les coûts du travail ont également connu une période de baisse. Mais les données ont changé. Les salaires connaissent à nouveau une hausse, les conduisant à un niveau proche de leur sommet historique (prenons par exemple les salaires chez General Motors ou chez Ford). Jusqu'à présent, il n'y a pas encore eu de conséquences sur les prix à la production, mais nous ne devrions plus attendre longtemps avant de les apercevoir. Les prix à la consommation restent stables, à l'instar de la zone Euro.

Sur le front des taux d'intérêt, le marché s'attend à une nouvelle hausse des taux à court terme dans les prochains mois. La Federal Reserve Bank l'a d'ailleurs sous-entendu à plusieurs reprises. Par contre, à l'instar de la zone Euro, le marché ne s'attend pas à une hausse des taux d'intérêt à long terme. Etant donné la pression croissante des coûts du travail et des prix de l'énergie, il est possible que le marché sous-estime le risque d'un accroissement de l'inflation aux Etats-Unis. Les taux d'intérêt à long terme pourraient dès lors repartir à la hausse. A court terme, nous nous attendons à ce que le différentiel d'intérêt entre l'euro et le dollar (qui pourrait atteindre 2,25 % à la fin de l'année) soit un soutien pour le dollar. A long terme, les problèmes fondamentaux de l'économie américaine (comme le déficit toujours grandissant de la balance commerciale) seront de nature à affaiblir le dollar vis-à-vis des autres devises.

## ■ Japon

Les baromètres économiques nippons restent positifs. Les principaux indicateurs nous montrent une belle reprise après une courte période de stabilisation. La chance est en effet grande que le Japon connaisse pour la troisième année successive une croissance économique.

# Marchés boursiers

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

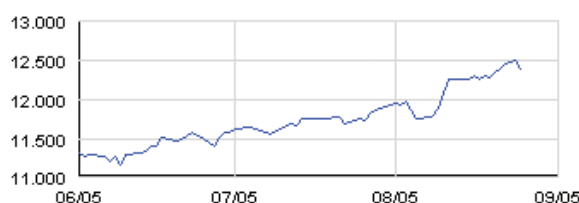
## ■ DJ Stoxx 50

L'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes doit sa hausse récente aux valeurs pétrolières telles que BP, Total, Shell et ENI. La hausse de ces valeurs a été bénéfique pour l'ensemble des titres du marché qui ont très rapidement emboîté le pas.



## ■ Nikkei 225

La bourse japonaise a montré sa meilleure prestation depuis longtemps durant l'été dernier. Le principal apport à l'indice nippon provient du secteur des technologiques et des valeurs de télécommunications.



## ■ S & P 500

Au contraire des indices européens, les valeurs américaines n'ont pas bénéficié du climat boursier positif de cet été. Certes, les bonnes prestations proviennent également des valeurs pétrolières, mais elles ont été plus que compensées par la faiblesse des valeurs pharmaceutiques et bancaires.



## ■ FTSE 100

L'indice britannique a été également fortement soutenu par les valeurs pétrolières. De plus, certaines valeurs minières, telles que Rio Tinto ou BHP Billiton, ont apporté un extra de croissance durant l'été. Malheureusement, à l'instar des Etats-Unis, certaines valeurs pharmaceutiques, telles que Glaxo, ont pesé sur l'indice.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Sentiment de confiance des acheteurs dans le secteur industriel (ISM)	57,0	56,6	01/09
EUR	Décision sur les taux d'intérêt de la BCE	2,00%	2,00%	01/09
EUR	Ventes au détail	n/a	0,4%	05/09
USA	Sentiment de confiance des acheteurs dans le secteur des services (ISM)	61,3	60,5	06/09
JAP	Dépenses des familles	n/a	-0,1%	06/09
JAP	Produit National Brut (PNB)	n/a	0,3%	12/09
USA	Balance commerciale	n/a	- \$58,8 Md	13/09
USA	Ventes au détail (sans les voitures)	n/a	0,3%	14/09
USA	Indice des prix à la consommation sans l'énergie/l'alimentation (CPI)	n/a	0,1%	15/09
USA	Importation nette de capital	n/a	\$71,2 Md	16/09
USA	Décision sur les taux d'intérêt de la FED	3,75%	3,50%	20/09
EUR	Confiance des producteurs de la zone Euro	n/a	-8	30/09
EUR	Confiance des consommateurs de la zone Euro	n/a	-15	30/09

# Analyses de valeurs

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

## ■ ELIA (ELI - Euronext Bruxelles) – Services d'utilité publique – 32,00 EUR

### ■ Profil

Elia gère le réseau d'électricité haute tension belge. De par sa situation naturellement monopolistique, son activité est entièrement régulée par le régulateur belge CREG. Elia a été introduit en bourse à la mi-juin de cette année. Suez contrôle via Electrabel 27,5 % du capital (auparavant, 64 %). 30 % du capital sont dans les mains des pouvoirs publics belges (via la holding Publi-T).

Elia a réalisé en 2004 un chiffre d'affaires de 706 millions d'euros, provenant presque exclusivement du transport d'électricité en Belgique. Elia a également un intérêt indirect de 3,8 % dans la bourse française d'électricité, Powernext. Le groupe compte 1.228 collaborateurs.

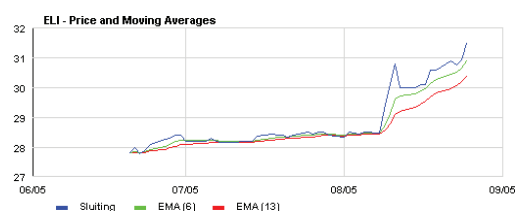
### ■ Résultats et perspectives

Le régulateur ne laisse pas beaucoup d'espace à Elia pour créer de la valeur pour ses actionnaires. Chaque année, une valeur dite convenable des activités de gestion du réseau haute tension est calculée. Sur base de cette valeur, une rémunération raisonnable d'Elia est également calculée, basée à son tour sur les taux à long terme des obligations linéaires d'état à 10 ans (OLO) émises deux années auparavant.

La rentabilité d'Elia dépend donc finalement du taux d'intérêt des obligations linéaires à 10 ans émises il y a 2 ans. Compte tenu de la baisse des taux durant les dernières années, nous pouvons déjà établir que le bénéfice d'Elia devra baisser en 2006 et en 2007. D'éventuelles diminutions des coûts peuvent venir compenser cette baisse de revenus, mais elles ne provoqueront normalement pas une augmentation nette du bénéfice. Dans certains cas précis cependant, Elia dispose de la faculté de facturer certains frais imprévus à ses clients, ce qui peut améliorer la rentabilité de la société temporairement.

Etant donné ce carcan relativement strict, le cours d'Elia ne peut pas fortement diverger de sa valeur comptable.

Les attentes bénéficiaires moyennes n'ont pas changé durant le mois écoulé.



### ■ Notre opinion

A l'annonce de l'offre de Suez sur Electrabel, le cours d'Elia a bondi immédiatement. De nombreux investisseurs ont en effet perçu Elia comme étant une alternative à Electrabel. Etant donné le ratio relativement élevé Cours/Valeur Comptable, Elia n'est plus achetable aux cours actuels. L'évolution du bénéfice est déjà intégrée dans le cours et ne permet plus d'augmenter le dividende. A la prochaine hausse du cours, les investisseurs prudents pourront même vendre leurs titres au-delà de 32 EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	26,31 EUR
Valeur Actif Net tangible :	n.d.
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,2
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	22,7
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	23,1
Rendement brut du dividende :	4,0%
Endettement :	170%
Prochains résultats :	n.d.

### ■ Analyse technique

La valeur ayant été introduite en juin de cette année, nous ne disposons pas encore d'un historique de cours suffisamment étoffé que pour pouvoir utiliser l'analyse technique sur Elia.

## ARTWORK SYSTEMS (ARTS – Euronext Bruxelles) – Logiciels – 10,00 EUR

### Profil

Artwork Systems développe et distribue des logiciels informatiques professionnels de pré-presses pour l'industrie graphique afin de répondre aux besoins des industries d'emballage et des imprimeries professionnelles. Ses produits sont distribués dans plus de 40 pays.

Durant le second trimestre de l'année, le chiffre d'affaires d'Artwork Systems, qui a atteint 11,3 millions d'euros, s'est réparti comme suit :

■ Europe :	54%
■ Amérique :	39%
■ Asie :	4%
■ Reste du monde :	3%

### Résultats et perspectives

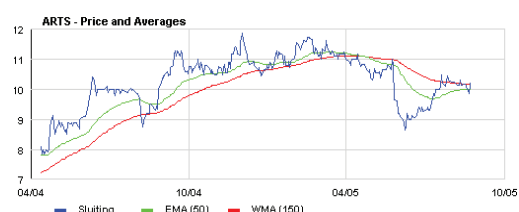
Depuis la fin de son litige avec l'administration fiscale en 2003, le cours d'Artwork Systems a repris des couleurs et a retrouvé son niveau d'antan (entre 10 et 12 euros). Artwork Systems peut se considérer désormais comme hors d'atteinte après le paiement de 12 millions d'euros l'année dernière, à titre d'arrangement à l'amiable.

Depuis plusieurs trimestres, Artwork Systems souffre de la faible conjoncture du secteur du graphisme. De plus, le grand succès tant attendu de son nouveau produit phare, Odystar, n'est toujours pas au rendez-vous. La direction s'attend à ce qu'Odystar connaisse un bel avenir. En septembre, des nouvelles au sujet d'Odystar devraient être publiées. Les résultats du second trimestre ont été en dessous des attentes et l'entreprise a revu à la baisse ses attentes pour l'ensemble de l'année. Le chiffre d'affaires a reculé de 11 % par rapport au deuxième trimestre de l'année dernière. La marge brute a atteint 84,1 % (au lieu de 83,4 %), et ce grâce à une meilleure diversification de ses produits (diminution de la revente de matériel). Les coûts opérationnels ont cru de 6 % suite au renforcement du personnel de l'entreprise. Le bénéfice net courant a dès lors diminué de près de 25 % pour atteindre 3 millions d'euros.

L'entreprise avoue ne pas voir de reprise avant 2006. De plus, les attentes de chiffres d'affaires pour 2005 ont été revues à la baisse de 10 % (à environ 46,5 millions d'euros), ainsi que le bénéfice net, attendu à 11,5 millions d'euros, soit 15 % de moins que précédemment.

Néanmoins, Artwork Systems reste une entreprise très rentable, avec une marge brute de 84 % et une marge bénéficiaire de 25 %. Le litige fiscal étant solutionné, le groupe a repris sa politique de distribution de dividende. Un coupon de 0,50 EUR par action a été payé, contre 0,22 EUR en 2002.

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



### Notre opinion

Artwork Systems continue à générer un très beau cash flow, et ce grâce à sa haute rentabilité. La meilleure preuve en est la forte hausse de son dividende (plus de 125 % en deux ans). De plus, le groupe n'est pas endetté. Nous considérons le dividende comme un soutien de cours en attendant une nouvelle phase de croissance pour l'année prochaine. Un recul du cours éventuel à la fin août devrait rester relativement limité grâce à ce dividende élevé. Nous considérons Artwork Systems digne d'achat aux alentours de 10 EUR pour une première position.

### Analyse fondamentale

Valeur comptable :	1,9 EUR
Valeur actif net tangible :	5,3 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	5,3
Ratio Cours/Bénéfice (PER):	14,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	4,3
Rendement brut du dividende attendu :	5,0%
Endettement :	nvt
Prochains résultats:	28/8

### Analyse technique

Le MACD à court terme semble vouloir se reprendre et vient de marquer une belle inflexion à la hausse suivie d'un Silver Cross à l'achat. Il reste néanmoins négatif. Les stochastiques sont à la hausse, mais le potentiel de trading reste limité, entre 9,91 et 10,43 EUR, soit une plus-value potentielle d'environ 5 %.

## ■ CUMERIO (CUM – Euronext Bruxelles) – Matières premières – 15,00 EUR

### ■ Profil

Cumerio est l'ancienne division Cuivre d'Umicore. La cession d'activité a eu lieu le 29 avril dernier et depuis lors, Cumerio est une entreprise indépendante cotée sur Euronext Brussels. Cumerio produit plus de 2 % de la production mondiale de cuivre. Les activités les plus importantes de l'entreprise se situent à Olen (en Belgique) et à Pirdop (en Bulgarie). L'année dernière, Cumerio a généré un chiffre d'affaires de 1,4 milliards d'euros.

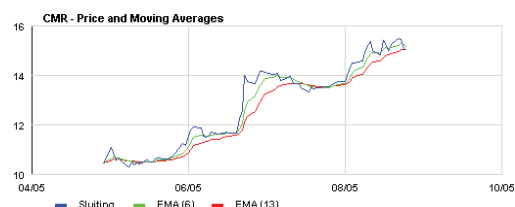
### ■ Résultats et perspectives

Les résultats semestriels sont en ligne avec les attentes. Le bénéfice opérationnel brut a été triplé à 33,2 millions d'euros, le bénéfice courant net a été quintuplé à 21,6 millions d'euros. Contrairement à ce qui était espéré, Cumerio n'a pas remonté ses attentes bénéficiaires pour 2005. Après la forte hausse de ses objectifs en juin, le bénéfice opérationnel brut attendu reste aux environs de 59,5 millions d'euros. A titre de comparaison, il était de 19,3 millions d'euros l'année dernière.

Jusqu'à présent, Cumerio profite de la forte hausse du prix de raffinage, qui a plus que doublé. Les spécialistes du secteur (comme la banque Macquarie) pensent qu'une nouvelle augmentation des prix du raffinage est encore possible, mais que les contrats pour 2006 constitueront vraisemblablement le point culminant du cycle actuel. La croissance énorme des prix du raffinage peut être expliquée par le manque de capacité de raffinage engendré par l'augmentation importante de la production de cuivre, engendrée elle-même par une demande de cuivre en nette hausse, avec en filigrane un prix du cuivre plus élevé. Le plus grand risque consiste en une hausse trop importante des capacités de raffinage de la part des raffineurs de cuivre, ce qui se traduirait par une diminution sensible de leurs marges opérationnelles. Cumerio va cependant augmenter ses capacités de raffinage en Bulgarie de 40 % d'ici à 2007.

Nous pensons qu'il y a encore de la marge pour une augmentation du bénéfice de Cumerio en 2006, mais il pourrait bien atteindre son apogée par la même occasion. Gardons à l'esprit qu'Umicore s'est débarrassé de Cumerio il y a quelques mois et que le CEO de Cumerio (L. Delagaye) attire l'attention sur le fait que l'industrie du cuivre reste une activité cyclique ...

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été relevées durant le dernier mois de 3 % pour 2005 et de 2 % pour 2006.



### ■ Notre opinion

Depuis notre recommandation à l'achat dans notre édition du mois de juin (10,68 EUR), le cours a cru de 40 % au-delà de notre objectif de cours (14 EUR). Compte tenu des attentes bénéficiaires revues à la hausse, nous estimons que Cumerio est correctement valorisée et nous ne nous attendons pas à un recul important de son cours. Une hausse du cours éventuelle resterait à notre sens limitée, car la production en 2006 sera plus basse que cette année (suite à des travaux d'entretien). Les investisseurs prudents qui n'ont pas encore vendu aux alentours de 14 EUR, prendront une partie de leur bénéfice au cours actuel. Un cours aux alentours de 16 EUR reste possible et constituera une bonne occasion pour prendre la totalité de son bénéfice.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	12,6 EUR
Valeur actif net tangible :	12,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,2
Ratio Cours/Bénéfice (PER):	9,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	8,5
Rendement brut du dividende attendu :	2,0%
Endettement :	41%
Prochains résultats :	27/10

### ■ Analyse technique

Le MACD à court terme est positif, mais est en baisse après avoir marqué un silver cross à la vente. Les stochastiques sont également en baisse après un signal de vente. Quant aux bandes de Bollinger, la volatilité actuelle du titre permet un trading entre 13,75 EUR et 15,96 EUR, soit une plus-value potentielle de 16 %. L'investisseur attendra un retournement du MACD et des stochastiques pour prendre sa position.



## ■ HAVAS (HAV – Euronext Paris) – Media – 4,40 EUR

### ■ Profil

Havas est la sixième agence publicitaire au niveau mondial. Son chiffre d'affaires a atteint 1,5 milliards d'euros en 2004 et est réparti comme suit :

■ Etats-Unis :	39%
■ France :	20%
■ Grande-Bretagne :	15%
■ Reste de l'Europe :	18%
■ Reste du Monde :	8%

La filiale la plus importante d'Havas, Euro-RSCG, apporte 68 % du chiffre d'affaires. Depuis l'année dernière, l'homme d'affaires français Vincent Bolloré est devenu, avec 20 %, le plus grand actionnaire de la société.

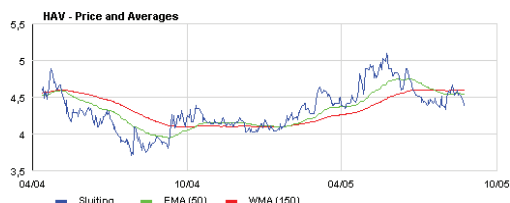
### ■ Résultats et perspectives

Havas perd depuis plusieurs années du terrain par rapport à ses plus proches concurrents. Ainsi, Publicis a connu une très belle croissance ces dernières années : là où Havas dépassait Publicis par la taille en 1997 (chiffre d'affaires de 780 millions d'euros contre 663 millions d'euros pour Publicis), le chiffre d'affaires d'Havas est désormais de 1,5 milliards d'euros contre 3,8 milliards pour Publicis. L'évolution du bénéfice par action est encore plus édifiante : le bénéfice a cru de plus de 150 % chez Publicis, contre une diminution de 56 % chez Havas ...

Vincent Bolloré est entré dans le capital d'Havas pour la rendre plus performante. Etant donné les marges relativement basses d'Havas, il était manifestement possible d'améliorer la situation. La marge bénéficiaire brute de 5,3 % d'Havas n'atteint que la moitié de celle de Publicis. Bien qu'en phase d'amélioration, la croissance organique d'Havas est encore trop faible : 3 % contre 8 % chez Publicis et chez Omnicom.

Le nouveau CEO, Philippe Whal, ne présentera pas encore de nouveau plan stratégique et des objectifs à l'occasion de la publication des résultats semestriels le 8 septembre prochain. Nous nous attendons à ce que Havas rehausse sa rentabilité, et ce grâce à une diminution des coûts et à la mise en marche d'une réelle politique de croissance organique. Etant donné la taille modeste d'Havas (capitalisation boursière d'à peine 1,9 milliards d'euros), une reprise d'ici quelques années semble être possible. La présence de Vincent Bolloré comme actionnaire principale nous renforce dans cette idée.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été revues à la baisse durant le dernier mois de 5 % pour 2005 et de 3 % pour 2006.



### ■ Notre opinion

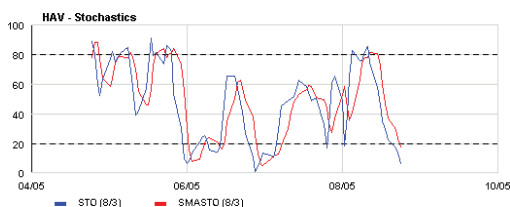
Havas n'est pas une action "Deep-Value". Cependant, elle est un candidat intéressant à l'achat étant donné son potentiel de restructuration. Le chiffre d'affaires semestriel meilleur qu'attendu n'a pas encore eu d'effets significatifs sur le cours du titre. Il convient dès lors d'attendre les résultats semestriels complets. Les attentes actuelles du marché ne tiennent pas compte du « turn-around » potentiel qui peut prendre quelques trimestres. Etant donné le récent recul du cours, les investisseurs à long terme peuvent prendre une première position aux alentours du cours actuel.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	2,4 EUR
Valeur actif net tangible :	-1,2 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,8
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	15,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	14,3
Dividendrendement (bruto) :	1,6%
Endettement :	76%
Volgende resultaten (2005-H1) :	8/9

### ■ Analyse technique

Le MACD à court terme est négatif et décroissant. Les stochastiques sont quant à eux en zone de sous-évaluation technique après une baisse la semaine dernière. Sur base de la volatilité actuelle, un trading est possible entre 4,32 et 4,70 EUR, soit une plus-value potentielle de 8,79 %. L'investisseur attendra le retournement des stochastiques et du MACD pour tenter un trading dans cette valeur.



## ■ SUEZ (SZE – Euronext Paris) – Services d'utilité publique – 23,86 EUR

### ■ Profil

Suez est le second plus grand groupe de distribution d'eau dans le monde (après Veolia) et un des groupes énergétiques les plus importants (via Tractebel et Electrabel). Suez contrôle 50,08 % du capital d'Electrabel et vient de lancer une offre publique d'achat sur les 49,92 % restants. Le chiffre d'affaires de Suez, qui s'élève à 20,2 milliards d'euros sur le premier semestre, se répartit comme suit :

■ Electricité & Gaz Europe (Electrabel/Fluxys/Distrigas) :	35%
■ Electricité & Gaz International (Tractebel) :	14%
■ Energie & services industriels :	25%
■ Environnement :	26%

79% du chiffre d'affaire est réalisé en Europe et 9 % en Amérique du Nord.

### ■ Résultats et perspectives

Le marché ne s'attendait pas à ce que Suez lance si rapidement une offre publique d'achat sur les actions restantes d'Electrabel à un prix d'environ 410,00 EUR, ce qui représente un prix élevé. L'offre de rachat valorise Electrabel à 20 fois son bénéfice attendu pour 2005, ce qui est très élevé pour une entreprise active dans les services d'utilité publique. Suez compte sur 350 millions d'euros de synergies à partir de 2008, ce qui représente un montant relativement important. Ces synergies représentent environ 4 EUR par action Electrabel, ce qui augmente le bénéfice par action Electrabel de 20 %. La prime de reprise devient de cette manière plus acceptable. Il faudra néanmoins attendre quelque peu pour s'assurer que Suez puisse effectivement bénéficier des synergies, qui proviendront, pour 100 millions d'euros, de synergies financières et fiscales. Si Suez ne parvient pas à détenir 100 % des actions Electrabel, il faudra attendre plus longtemps pour que ces synergies se mettent en place.

En marge de l'offre sur Electrabel, Suez a donné un avant-goût de ses comptes de résultat semestriels. Le chiffre d'affaires grimperait ainsi à 20,2 milliards d'euros (avec une croissance organique de 6 %), le bénéfice opérationnel brut passerait à 2,1 milliards d'euros (soit une croissance de 7,7 %) et le bénéfice net serait en progression de 13 % à 1,5 milliards d'euros. Ces bons résultats ont surtout été générés par la division énergie (nous calculons une croissance organique du chiffre d'affaires de 6,9 %), avec la croissance la plus forte délivrée par la division

Electricité et Gaz international (surtout aux Etats-Unis) et par la division Energie & Services industriels. Les synergies espérées apporteront, avec l'augmentation de capital planifiée de 2,5 milliards d'euros endéans les 12 mois, une augmentation du bénéfice de 7 % par action en 2007 et de 15 % en 2008. Nous nous attendons surtout dans le futur à une poursuite de la croissance du bénéfice grâce à la division Energie Europe, où les prix de l'électricité sont restés élevés.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été légèrement revues à la hausse le mois dernier.



### ■ Notre opinion

Après l'euphorie initiale de l'offre sur Electrabel, le cours de Suez a reculé. Nous estimons que Suez est convenablement valorisée aux cours actuels. Mais étant donné que les attentes bénéficiaires vont probablement être revues à la hausse, nous pensons qu'il reste un potentiel dans le cours. Par le passé, nous avons raté le bateau Suez. Entretemps, nous disposons désormais d'une meilleure vue sur les synergies possibles avec Electrabel et sur les prix européens de l'électricité qui ont fortement monté. Les investisseurs de long terme peuvent prendre une première position aux alentours de 22,50 EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	7,9 EUR
Valeur actif net tangible :	1,2 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	3,0
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	16,3
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	14,5
Rendement brut du dividende :	3,4%
Endettement :	158%
Prochains résultats :	8/9

### ■ Analyse technique

MACD, stochastiques et Bande de Bollinger donnent des signaux de vente. Mieux vaut attendre des jours meilleurs.

# Gestion de Fortune

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 distinguons les placements en actions, qui comprennent les placements diversifiés en actions (i.e. la sicav Leleux Invest FoF World Equities) et les placements en actions individuelles, les placements alternatifs, qui comprennent notamment les placements immobiliers, et les placements à terme fixe, qui comprennent les placements en obligations et les liquidités.

La répartition des investissements entre ces différentes formes de placements dépend du type de gestion. Par exemple, pour le profil offensif :

■ Placements en actions	50%
• Actions diversifiées	25%
• Actions individuelles	25%
■ Placements alternatifs	10%
• Immobilier	5%
• Autres	5%
■ Placements à terme fixe	40%
• Obligations	35%
• Liquidités	5%

## ■ Placements diversifiés en actions

Les placements diversifiés en actions consistent en une sélection d'organismes de placements collectifs réunis au sein de la sicav Leleux Invest FoF World Equities. Il s'agit bien sûr d'un fonds de fonds dont les investissements sont diversifiés à travers le monde, les styles de gestion et les gestionnaires. Cette solution permet, d'une part, d'accéder à des marchés pour lesquels nous n'avons pas toujours l'expertise requise (e.g. actions des pays émergents) ou qui nécessitent une diversification accrue (e.g. actions de petite capitalisation) inaccessible à un portefeuille individuel. Elle permet, d'autre part, de déléguer une partie de la gestion des actions à des gestionnaires dont le niveau d'expertise est réputé et qui ne sont pas souvent accessibles à l'investisseur particulier belge, tout en diversifiant les styles d'investissement. A ce titre, l'indépendance du fonds est un gage d'objectivité dans la sélection des gestionnaires et des sicav le composant.

Depuis notre dernière publication, la sicav Leleux Invest FoF World Equities a progressé de 7,9 %, alors que, dans le même temps, les actions mondiales généraient une performance totale (i.e. dividendes compris) de 6,0 % en euro. Sur un an, la différence est plus appréciable encore,

puisque la sicav a progressé de 19,5 %, contre 15,6 % pour les actions mondiales, gage de la valeur ajoutée de la diversification et d'une sélection judicieuse de sicav.

## ■ Placements en actions individuelles

Nous nous concentrons ici traditionnellement sur les actions des pays membres de l'Union économique et monétaire. Depuis notre dernière publication, nous avons vendu les positions en Nokia à 14,19 EUR et ouvert deux nouvelles positions en Inditex à 21,80 EUR et en Sanofi à 68,00 EUR.

Nous retenons qu'avec un PER attendu pour 2006 de 12,4, le marché belge des actions se traite avec une légère prime par rapport aux actions européennes (PER attendu pour 2006 de 11,6) alors qu'il mériterait une légère décote. Sa nette sur-performance en 2004 (d'aucuns parleront de rattrapage) n'y est évidemment pas étrangère. Relevons également qu'avec un PER attendu pour 2006 de 14,1, les actions américaines nous paraissent chères et qu'il vaut mieux, dès lors, leur préférer les actions européennes.

## ■ Placements immobiliers

Bien que nous annonçons dans notre dernière publication l'ajout d'une position structurelle en immobilier dans notre répartition d'actifs, le marché de ce type de placements nous semble un peu trop chaud pour l'instant. Nous attendons donc une accalmie pour prendre position.

## ■ Placements en obligations

Compte tenu du niveau particulièrement bas des taux d'intérêt, les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion sont globalement sous-investis en obligations. Ce n'est pas tellement que nous anticipions une forte remontée des taux, mais au niveau actuel, il nous semble opportun de soigner plus que jamais le timing d'achat et de patienter pour tirer profit de toutes tensions sur le marché des taux, tensions qui, alors que le prix du pétrole navigue allègrement au dessus des 60 USD le baril, finiront bien par se matérialiser dans les semaines, si non les mois, à venir.

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

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

Internet: <http://www.leleux.be>  
E-Mail: [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

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 26 août 2005**