

Edito

Bien qu'il nous reste encore quelques semaines avant de célébrer l'An neuf, l'heure des bilans pour l'année 2006 a bel et bien sonné. Et sauf incident de dernière minute, les observateurs retiendront que 2006 fût une excellente année boursière. Que ce soit en Belgique où l'indice BEL20 a gagné près de 17% depuis le 1^{er} janvier, en Europe où les 50 plus grandes capitalisations ont connu une envolée de leurs cours en moyenne de 8%, ou en général dans le monde avec un indice MSCI en croissance de près de 14% depuis le début de l'année. Parallèlement à ce mouvement positif des marchés d'actions, les taux d'intérêt sont repartis à la hausse, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. L'année 2006 a donc été fructueuse pour les investisseurs particuliers, mais que nous réservera 2007 ?

2007 sera tout d'abord l'année où se réalisera plus que probablement la fusion entre Euronext et le New York Stock Exchange. En effet, durant ce mois de novembre, Deutsche Boerse a annoncé coup sur coup l'arrêt de ses négociations avec la Bourse de Milan et le retrait de son offre d'achat sur Euronext. La voie est désormais dégagée pour une fusion entre Euronext et son homologue américain. Il nous reste à espérer que les dirigeants des deux marchés tiendront leurs promesses et que cette fusion ne sonnera pas le glas de la consolidation des marchés boursiers européens.

2007 sera également une année de bouleversement et de réformes en profondeur pour le secteur financier tant en Belgique qu'en Europe. En Belgique tout d'abord avec l'entrée en vigueur le 1^{er} janvier prochain du régime définitif de la nouvelle loi sur les agents et courtiers en services d'investissement et en services bancaires. Désormais, toutes les personnes en contact avec le public, tant dans une société de bourse que dans une société de gestion de fortune ou dans une banque, devront être enregistrées dans un registre tenu par la Commission Bancaire, Financière et des Assurances. Cette nouvelle législation, si elle

engendre un travail administratif supplémentaire pour les intermédiaires que nous sommes, permettra aux investisseurs particuliers de s'assurer très facilement que leur interlocuteur a bien été formé pour répondre convenablement à leurs demandes. Les réformes toucheront également l'Europe, où il faudra attendre le mois de novembre 2007 pour l'entrée en vigueur de la directive « Mifid » sur les marchés financiers. Cette nouvelle directive lève la présomption de la meilleure exécution d'un ordre de bourse sur un marché réglementé et transfère cette responsabilité aux entreprises d'investissement. Aussi, sauf instruction de la part de l'investisseur particulier, ce sera à l'intermédiaire financier de trouver le marché sur lequel la meilleure exécution est réalisable, et ce dans l'intérêt de l'investisseur particulier. A moins que l'intermédiaire ne décide de créer sa propre bourse, à l'instar des 7 plus grandes banques européennes qui ont annoncé le lancement d'une nouvelle plateforme de cotation, directement concurrente à Euronext, à Deutsche Boerse ou à la bourse de Londres.

2007 sera également en Belgique la dernière année où un investisseur particulier pourra demander la livraison physique des titres au porteur. Ce grand bouleversement nécessitera des changements dans les habitudes des investisseurs particuliers. Néanmoins, nous sommes confiants chez Leleux Associated Brokers sur notre capacité à vous offrir des solutions adéquates pour faire face à la dématérialisation des titres. C'est ainsi que nous sommes heureux de vous proposer le dépôt de vos titres sans aucun droit de garde ou frais de tenue de compte.

Finalement, je puis d'ores et déjà vous assurer que tous nos collaborateurs et moi-même mettrons tout en œuvre en 2007 pour continuer à vous offrir et pour renforcer le service de qualité que vous êtes en droit d'attendre de la part d'une Maison comme la nôtre. Au nom de toute l'équipe de Leleux Associated Brokers et de ses 65 chargés de clientèle, permettez-moi de vous présenter nos meilleurs vœux de santé, de prospérité et de bonheur pour l'An neuf.

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

479,41 -1,47%⁽¹⁾ ↓
+9,76%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

4.123,28 -0,51%⁽¹⁾ ↓
+16,17%⁽²⁾ ↑

CAC 40 (France)

5.312,92 -0,67%⁽¹⁾ ↓
+12,68%⁽²⁾ ↑

DAX (Allemagne)

6.285,38 +0,26%⁽¹⁾ ↑
+16,22%⁽²⁾ ↑

FTSE (G-B)

6.038,20 -1,49%⁽¹⁾ ↓
+7,46%⁽²⁾ ↑

SMI (Suisse)

8.503,01 -0,78%⁽¹⁾ ↓
+12,12%⁽²⁾ ↑

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.598,27 -1,93%⁽¹⁾ ↓
+7,44%⁽²⁾ ↑

DJII (USA)

12.121,71 +0,34%⁽¹⁾ ↑
+13,10%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

2.405,92 +1,66%⁽¹⁾ ↑
+9,10%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

12.542,45 +1,60%⁽¹⁾ ↑
+11,27%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

15.855,26 -3,32%⁽¹⁾ ↓
-1,59%⁽²⁾ ↓

MSCI World

1.432,77 +0,69%⁽¹⁾ ↑
+13,91%⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2005

Sommaire

Devises	2
Euro-Obligations	3
Economies	4
Marchés	5
Analyse de Lafarge	6
Analyse de Punch Int.	7
Analyse de Agfa-Gevaert	8
Analyse de Omega Pharma	9
Analyse de Pirelli & Co	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)

0,76 -2,99%⁽¹⁾
 -10,93%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,48 -1,04%⁽¹⁾
 +1,69%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,65 -2,34%⁽¹⁾
 -9,54%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,87%⁽¹⁾
 -3,54%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,00%⁽¹⁾
 +0,04%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,63 +0,17%⁽¹⁾
 -1,86%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 -2,26%⁽¹⁾
 -4,29%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,67 -3,89%⁽¹⁾
 -8,07%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,57 +0,38%⁽¹⁾
 +3,64%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 +3,91%⁽¹⁾
 +11,25%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,39 +0,94%⁽¹⁾
 -2,26%⁽²⁾

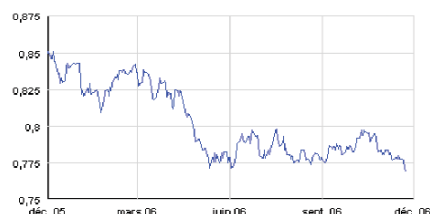
SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,72%⁽¹⁾
 +3,70%⁽²⁾

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

USD/EUR

Le marché compte de plus en plus sur une diminution des taux d'intérêt à court terme en dollar au premier trimestre 2007, tandis que les taux courts en euro poursuivent leur tendance haussière. Cette perspective d'un rétrécissement du différentiel de taux d'intérêt pèse sur la devise américaine.



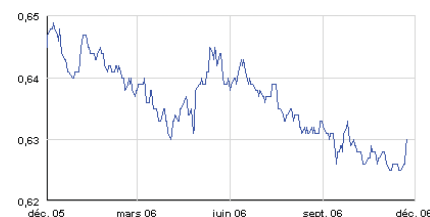
GBP/EUR

La Banque d'Angleterre suit la Banque centrale européenne dans ses augmentations de taux. Ces politiques monétaires parallèles stabilisent la livre sterling par rapport à l'euro.



CHF/EUR

La Banque centrale suisse marche également dans les traces de la Banque centrale européenne, tandis que la Suisse connaît sa plus forte croissance économique depuis des années : l'an prochain, cette croissance est attendue à 3%.



NOK/EUR

L'économie norvégienne continue sur sa lancée. Les attentes de croissance pour 2007 s'élèvent à environ 3%, tandis que l'inflation reste jusqu'à présent contenue à 2,7%. La Banque centrale norvégienne a cependant augmenté ses taux à 3,25%. Les observateurs craignent en effet une surchauffe de l'économie due à un taux de chômage extrêmement bas (3,3%).



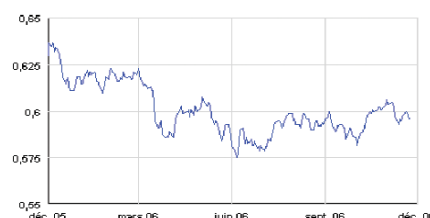
JPY/EUR

La Banque du Japon maintient ses taux stables à 0,25%.



AUD/EUR

Après une augmentation des taux d'intérêt à court terme à 6,25% début novembre, l'évolution du dollar australien face à l'euro témoigne que le marché s'attend à d'autres hausses des taux d'intérêt.



Euro-Obligations

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

Comme le marché l'avait anticipé, ou plus exactement comme la Banque centrale européenne (BCE) l'avait susurré afin que les anticipations du marché s'alignent sur sa politique monétaire dans le but d'éviter, tant que cela n'est pas nécessaire, de surprendre les agents économiques, la BCE n'a pas modifié son principal taux directeur lors de sa réunion du 2 novembre. On s'attend par contre à ce qu'elle relève ce taux d'un quart de point, à 3,50%, le 7 décembre. En effet, comme nous l'avons déjà écrit (voir nos précédentes revues mensuelles ou la rubrique 'Economie'), bien que la hausse observée des prix des biens de consommation reste contenue (moins de 2% par an), la croissance monétaire, elle, est trop vigoureuse aux yeux de la BCE qui y voit un risque inflationniste pour le futur.

Aux Etats-Unis, rien à signaler du côté de la Réserve fédérale, qui ne s'est pas penchée sur son principal taux directeur durant le mois écoulé. Sa réunion du 12 décembre devrait, selon les attentes du marché, déboucher sur un statu quo.

Sur le marché des taux d'intérêt à long terme, la tendance était plutôt à la détente durant le mois écoulé puisque le taux à dix ans en euro a perdu près de 10 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage) pour s'établir à 3,70%. Comme ce mouvement n'a pas été suivi par les taux courts, la courbe des taux est maintenant plate en euro, c'est-à-dire que le niveau des taux d'intérêt est plus ou moins le même qu'elle que soit l'échéance, courte comme longue. En dollar, la courbe des taux reste inversée, c'est-à-dire que les taux à long terme sont inférieurs aux taux à court terme, signe généralement avant-coureur d'un ralentissement économique.

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

3,4600% +8,00 ⁽¹⁾ 
+129,60 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,7150% -9,40 ⁽¹⁾ 
+3,20 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

5,0260% -6,40 ⁽¹⁾ 
+280,40 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,5420% -12,90 ⁽¹⁾ 
+32,00 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Fortis Lux Finance	4,200%	29/12/2016	102,00	3,95%	A+	29/12
NOK	EIB	4,250%	06/12/2010	101,17	3,93%	Aaa	06/12
NOK	KFW	4,250%	08/12/2011	100,73	4,09%	Aaa	08/12
NOK	Dexia Funding Neth.	4,250%	18/12/2012	100,47	4,16%	NR	18/12
AUD	Dexia Funding Neth.	6,125%	28/12/2012	101,00	5,92%	NR	28/12
TRY	Rep. of Austria	17,000%	17/01/2012	100,15	16,92%	Aaa	11/12

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	96,70	3,76%	Aa3
EUR	SCHIG	3,875%	01/12/2014	101,61	3,64%	AAA
EUR	Gen. de Valencia	4,000%	02/11/2016	101,84	3,77%	Aa3
GBP	RWE Finance	5,625%	17/08/2010	98,61	6,04%	A1
USD	BNG	4,375%	15/09/2009	99,68	4,49%	Aaa
TRY	EIB	15,750%	27/09/2011	97,50	16,49%	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

Nos prévisions relatives à la conjoncture européenne se vérifient progressivement.

Le ralentissement économique, qui se matérialise lentement, pèse sur le prix de l'énergie. Les forces désinflationnistes de la mondialisation reprennent dès lors le dessus.

Dans la zone euro, l'indice global d'inflation et l'indice restreint (hors énergie, alimentation, automobile et tabac) sont maintenant proches (1,6% et 1,5% respectivement). L'inflation se situe d'ailleurs pour le deuxième mois consécutif en dessous du seuil de 2% fixé par la Banque centrale européenne (BCE). La poursuite de la hausse des taux d'intérêt à court terme par la BCE peut dès lors paraître incohérente. Cependant, la BCE n'est pas payée pour combattre l'inflation passée, mais bien les risques actuels d'inflation future. Or, un facteur bien plus pertinent pour juger de tels risques concerne la croissance monétaire. Et celle-ci ne montre aucun signe de faiblesse. A 8%, elle est bien supérieure au seuil maximum toléré par la BCE de 4,5%, raison pour laquelle celle-ci poursuit sa politique monétaire restrictive. Toutefois, jusqu'à présent, la forte croissance monétaire ne s'est pas traduite dans une accélération de la hausse des prix à la consommation. Comme on a pu le constater ces dernières années, les liquidités excédentaires peuvent aussi se tourner vers d'autres actifs, tels les actions ou l'immobilier, qui verront alors la hausse de leur prix accélérer.

■ Etats-Unis

Pour le deuxième mois consécutif, la confiance des professionnels du secteur de l'immobilier américain s'est légèrement redressée. Sans constituer un retournement de tendance, cette évolution tend à indiquer que le pire est sans doute derrière nous.

Entre temps, la détérioration du marché de l'immobilier et, surtout, la hausse des taux d'intérêt annihilent la possibilité de refinancement à bon compte des crédits hypothécaires à des fins de consommation.

Si la consommation américaine ne fléchit pas, c'est grâce aux bonnes conditions du marché de l'emploi, qui permettent de soutenir le pouvoir

d'achat des ménages... tout le temps que le ralentissement économique reste très modéré !

Sur un autre front mais néanmoins lié au précédent, la Réserve fédérale s'inquiète du potentiel inflationniste de la hausse des coûts du travail. Ceux-ci, corrigés des effets de l'augmentation de la productivité, s'affichent actuellement en hausse de 5,3% sur un an.

Selon nous, cette progression ne constitue toutefois pas nécessairement un signe avant-coureur de mauvaise nouvelle. En effet, elle ne dépasse pas les pics de ces 20 dernières années (en 1990 et 2000). Ceux-ci suivaient d'ailleurs de quelques mois une forte hausse du prix du pétrole, qu'ils ont ensuite, à chaque occasion, suivi dans la correction subséquente.

Certains analystes voient dès lors le coût du travail comme un indicateur attardé de l'inflation et non comme un indicateur avancé, en ce sens que les travailleurs tentent plutôt de compenser, a posteriori, la hausse de leur facture énergétique.

Il ne faut d'ailleurs pas perdre de vue que la hausse récente des coûts du travail provient partiellement d'un effet de rattrapage. Ces coûts n'avaient pour ainsi dire pas bougé entre 2001 et 2004. En outre, l'augmentation actuelle est relativement limitée au vu de la hausse historique des prix de l'énergie. Sans l'ouverture actuelle d'une économie mondiale tournée vers l'exportation, les coûts du travail se seraient certainement plus fortement appréciés. Ce fut le cas durant la période inflationniste des années '70 alors que le commerce mondial et la concurrence avaient un impact bien moindre qu'aujourd'hui.

■ Japon

La Banque du Japon a décidé de laisser le taux d'intérêt à court terme inchangé à 0,25%. La pression politique sur la Banque est énorme pour que celle-ci ne mette pas l'actuelle reprise économique en péril par un relèvement trop important du loyer de l'argent.

En effet, même si la reprise économique japonaise persiste depuis plusieurs trimestres, elle reste relativement fragile. La déflation n'est d'ailleurs toujours pas totalement maîtrisée.

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'évolution dans le dossier de fusion avec le NYSE a soutenu le cours d'Euronext (+20%). Technip (+19%) peut à son tour profiter des rumeurs de reprise par son concurrent italien Saipem. Les problèmes opérationnels dans sa filiale allemande ont mis à mal BAM Groep (-12%).



■ Nikkei 225

Le cours d'Isuzu a bénéficié de l'entrée de Toyota dans son capital (+23%). Après l'avertissement sur bénéfice et la correction en bourse le mois dernier, le groupe UFJ Nicos subit encore une perte de 22%.



■ S & P 500

L'offre de reprise de Freeport-McMoRan sur Phelps Dodge a propulsé ce dernier en tête du classement des meilleures progressions du mois écoulé. Des résultats supérieurs aux attentes ont provoqué un bond en avant du cours de Goodyear. Les prévisions bénéficiaires du producteur d'éthanol ADM ont, par contre, subi de nouvelles révisions à la baisse suite à la hausse du prix du maïs et à la baisse du prix du pétrole.



■ FTSE 100

Les spéculations de reprise et les bons résultats placent le secteur 'utilities' en haut du classement (Scottish Power, Scottish & Southern). Après une forte chute du cours ces deux derniers mois, British Energy a réussi à se redresser. Le cours de Vedanta Resources a quant à lui baissé de 12% suite des résultats décevants.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Dépenses des ménages	-4,0%	0,4%	01/12
JAP	Indice des prix à la consommation (sans l'énergie et l'alimentation)	-	-0,1%	01/12
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel	52,0	51,2	01/12
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services	56,5	57,1	05/12
EMU	Vente au détail	-	-0,6%	05/12
EMU	Décision de taux d'intérêt BCE	3,50%	3,25%	07/12
USA	Indice de chômage	4,4%	4,4%	08/12
JAP	Indice de confiance des consommateurs	-	48,4	11/12
USA	Balance commerciale	-	-\$64,3	12/12
USA	Décision de la FED sur les taux d'intérêt	5,25%	5,25%	12/12
USA	Vente au détail (sans l'automobile)	-	-0,4%	13/12
EMU	Indice des prix à la consommation	-	0,1%	15/12
USA	Indice des prix à la consommation (sans l'énergie et l'alimentation)	-	0,1%	15/12
USA	Indicateur du sentiment des professionnels de l'immobilier	-	33,0%	18/12

Analyses de valeurs

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

■ Lafarge (LG - Euronext Paris) - Matériaux - 111,40 EUR

■ Profil

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

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2006 (7,2 milliards EUR) était réparti de la façon suivante :

■ Ciment :	47%
■ Granulats et béton :	35%
■ Plâtre :	9%
■ Revêtement de toiture :	9%

83% du portefeuille se situe en région flamande.

■ Résultats et perspectives

Les résultats de ces 9 premiers mois ont démontré l'amélioration attendue sous la direction du nouveau CEO. Le chiffre d'affaires a connu une croissance organique de 14% pour atteindre 13,9 milliards EUR et le bénéfice opérationnel brut a quant à lui progressé de 28% pour s'élever à 2,2 milliards EUR. Lafarge a accru ses prix davantage qu'elle n'a subi de hausse de ses coûts, ce qui a fortement amélioré ses marges bénéficiaires. Tous les départements ont participé à ce résultats, guidés par la section "Granulats et béton" où le chiffre d'affaires a augmenté de 23% et le bénéfice opérationnel brut de 48%. La section "Revêtement de toiture", qui connaît quelques problèmes en Allemagne, commence à ressentir l'impact positif des mesures de restructuration mises en oeuvre. La hausse des prix a nettement compensé la baisse de volume. D'où une croissance de 7% du chiffre d'affaires.

Le rachat de sa filiale aux Etats-Unis permet au groupe de réaliser 32% de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord et ce, en plein ralentissement du marché immobilier résidentiel. Entre temps, le marché du bâtiment non résidentiel (centres commerciaux, bureaux, etc.) est en pleine croissance (16%). En dépit d'un volume de ventes stable, Lafarge s'attend à une croissance continue des résultats de sa filiale américaine grâce à une diminution des frais (due entre autres à l'élimination d'un niveau de management) et à une augmentation de 12% des prix.

Pour l'ensemble du groupe, Lafarge s'attend à une augmentation de volume comprise entre 4% et 6% ainsi qu'à un développement positif des prix.

Le groupe ne communique pas encore ses prévisions de résultats pour 2007 mais il reste confiant.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été revues à la hausse de presque 2% au cours du mois écoulé.



■ Notre opinion

Au vu du pouvoir de fixation des prix de Lafarge et de son plan d'amélioration de la productivité, les résultats du cimentier français devraient poursuivre leur progression. L'augmentation de la participation de GBL conforte cette possibilité. En début d'année, le holding belge possédait 6,5% du capital. A présent elle en possède 13,2% et souhaite arriver à 15% d'ici la fin de l'année. Malgré une appréciation de 30% du cours depuis notre recommandation d'achat, Lafarge est toujours considérée bon marché grâce à la hausse de ses bénéfices. Nous conseillons donc de conserver l'action. Une fois les achats de GBL terminés, toute faiblesse du cours pourra être considérée comme une opportunité d'achat.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	54,4 EUR
Valeur actif net tangible :	15,8 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	14,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	13,0
Rendement brut du dividende :	2,3%
Endettement :	72%
Prochains résultats :	23 février

■ Analyse technique

A long terme, le profil technique reste positive : le signal d'achat de début janvier est toujours valable et l'indicateur RSI ne se situe pas encore dans la zone de sur-achat.

■ Punch International (PUN - Euronext Bruxelles) - Software - 92,5 EUR

■ Profil

Punch International est un holding industriel qui gère activement ses participations.

Le chiffre d'affaires au premier semestre 2006 s'est élevé à 86 millions EUR et s'est réparti comme suit :

- Punch Technix (production pour les tiers et robots laitiers automatiques) : 22%
- Punch Telematix (télématique) : 9%
- Punch Motive (sous-traitance pour le secteur automobile) : 64%
- Autres (principalement immobilier) : 5%

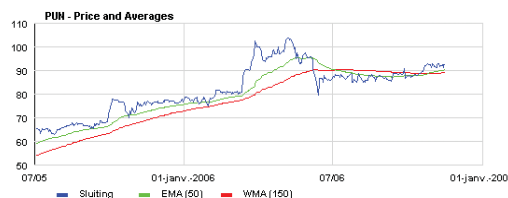
■ Résultats et perspectives

Après une phase d'acquisitions de plusieurs années, Punch se concentre à présent principalement sur le développement commercial de ses activités. Les principaux investissements technologiques ont déjà été réalisés dans les filiales (soit par les anciens actionnaires, soit par Punch elle-même). Punch utilise régulièrement la technique des "spin-off" : via leur introduction en bourse, les filiales perçoivent davantage de capitaux pour leur développement futur. Punch a réussi plus d'une fois à acheter des actifs intéressants en faillite, et à les réorganiser afin de les introduire en bourse. Cela s'est passé avec Punch Graphix (anciennement Xeikon) et Punch Technix (anciennement Prolion) et cela est en cours avec Punch Telematix (union d'anciennes start-ups hi-tech dans le secteur télématique).

Côté résultats, la déconsolidation de Punch Graphix rend difficile la comparaison des chiffres du premier semestre 2006 avec ceux de l'an dernier. Le chiffre d'affaires du groupe a diminué de 40% pour atteindre 86 millions EUR et le bénéfice brut a chuté de 45% à 17 millions EUR. Côté perspectives, Punch s'attend, en 2006, à un chiffre d'affaires de 180 millions EUR et à un bénéfice net de 23 millions.

Le groupe a communiqué, pour la première fois, une valorisation de son portefeuille immobilier : la valeur comptable s'élève à 83,4 millions EUR et la valeur de marché est estimée à 165 millions EUR (= 76 EUR par action Punch International). Au fil de ses nombreuses acquisitions, le groupe a amassé un patrimoine immobilier impressionnant de 990.600 m² de terrains et de 313.890 m² de bâtiments. Une part importante de ce patrimoine (+/- 40%) se situe en Slovaquie.

Les prévisions bénéficiaires moyennes sont restées stables durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

L'introduction en bourse de Punch Telematix est une bonne occasion pour mettre en avant la stratégie de Punch. Celui qui souhaite profiter de la forte croissance de la section télématique tout en limitant le risque, achètera de préférence la société mère Punch International. Nous nous attendons à ce que le patrimoine immobilier se valorise tôt ou tard dans le cours de l'action (e.g. via une introduction en bourse ou une vente progressive).

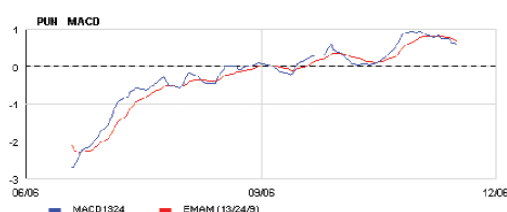
La valorisation de Punch International reste intéressante. Le groupe considère 2006 comme une année de transition. L'action est digne d'achat au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	71,5 EUR
Valeur actif net tangible :	51,7 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	9,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	10,9
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	65%
Prochains résultats :	28 février

■ Analyse technique

Le 15 septembre, le graphique MACD a généré un signal d'achat à court terme. Après la récente envolée du cours, l'indicateur RSI est redescendu et se dirige à présent lentement vers la zone d'achat.



■ Agfa-Gevaert (AGFB - Euronext Bruxelles) - Technologie - 18,95 EUR

■ Profil

Agfa-Gevaert produit des appareils d'imagerie médicale, des infrastructures d'impression pre-press et offset, ainsi que des films photographiques (cinéfilms, microfilms et films pour la recherche sur les matériaux indestructibles).

Le chiffre d'affaires de ces 9 derniers mois s'élève à 2,5 milliards EUR et se répartit comme suit :

■ Systèmes graphiques :	51%
■ Soins de santé :	42%
■ Produits spéciaux :	7%

■ Résultats et perspectives

Malgré le fait que les résultats du troisième trimestre aient été nettement meilleurs que ceux de l'an dernier à la même époque, la plupart des analystes sont déçus. Les résultats se trouvaient en repli pas rapport au deuxième trimestre, là où beaucoup avaient anticipé une amélioration due à l'augmentation des prix introduits par Agfa. La marge brute bénéficiaire est passée de 9% au deuxième trimestre à 5,6% au troisième trimestre. Ceci constitue toutefois une amélioration vis-à-vis de la faiblesse du 3^{ème} trimestre de l'année précédente où la marge brute s'élevait à 4,8%. Ces résultats démontrent surtout l'impact de la forte hausse du coût des matières premières (argent et aluminium). En comparaison par rapport à la même période l'an dernier, le prix de l'argent a augmenté de près de 70% et le prix de l'aluminium de presque 40%. Cette augmentation des coûts a pesé pour 35 millions EUR sur les résultats de ce trimestre, ce qui réduit le bénéfice opérationnel brut à 45 millions EUR.

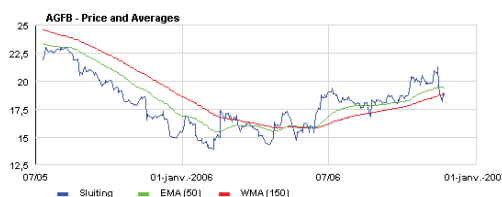
Les augmentations de prix exercées par Agfa restent suffisantes pour rétablir la rentabilité. Le chiffre d'affaires du groupe Agfa n'a augmenté que de 1% pour s'établir à 805 millions EUR, tandis que les chiffres du département graphique ont même subi une contraction de 1,3% (hors effets négatifs liés aux taux de change). Puisque Agfa a mené une politique d'augmentation des prix dans ce département, une baisse du chiffre d'affaires est un mauvais signe. Ses concurrents peuvent prétendre à ses parts de marché.

A partir de 2007, Agfa s'attend à ce que ses restructurations commencent à porter leurs fruits. A partir de 2008, l'impact positif annuel devrait s'élever à 250 millions EUR, ce qui correspond au bénéfice opérationnel brut de 2005.

En ce qui concerne les résultats du quatrième trimestre, l'impact de l'évolution du prix des matières premières devrait être moindre qu'au trimestre

précédent : les prix de l'aluminium et de l'argent ont surtout augmenté à partir du quatrième trimestre 2005 et se situent actuellement légèrement au-dessus du prix du troisième trimestre.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été revues à la hausse de 3% pour 2006 et à la baisse de 5% pour 2007 durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

Agfa se trouve actuellement entre le marteau et l'enclume : d'un côté, la forte augmentation du prix des matières premières, de l'autre, l'effet des restructurations qui ne sera visible qu'à partir de 2007. De ce fait, l'action n'est actuellement pas bon marché.

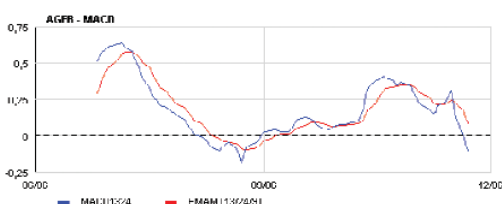
Les investisseurs qui ont pris une demi-position à 16,94 EUR sur la base de notre recommandation dans la revue mensuelle de décembre 2005, enregistrent un gain de presque 12%. Vu l'incertitude relative aux résultats du quatrième trimestre, il nous semble prudent d'assurer son bénéfice et de vendre l'action.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	7,9 EUR
Valeur actif net tangible :	0,8 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,4
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	18,5
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	14,0
Rendement brut du dividende :	2,6%
Endettement :	82%
Prochains résultats :	28 février

■ Analyse technique

L'image technique à court terme s'est détériorée. Suite à une forte baisse, le MACD a donné un signal de vente le 21/11. Le cours cherche à présent un soutien aux alentours de 18 EUR.



■ Omega Pharma (OME- Euronext Bruxelles) - Pharmaceutique et Biotech - 53,30 EUR

■ Profil

Omega Pharma se compose de sept départements, qui sont regroupés dans deux grandes divisions : Omega (biens de consommation, 73% du chiffre d'affaires) et Arseus (produits professionnels, 27% du chiffre d'affaires).

En 2005, les 959,9 millions EUR de chiffre d'affaires étaient répartis géographiquement comme suit :

■ Belgique :	36%
■ France :	19%
■ Hollande :	14%
■ Allemagne :	8%
■ Royaume-Uni :	4%
■ Sud de l'Europe :	12%
■ Reste de l'Europe :	7%

■ Résultats et perspectives

Après la publication en octobre du chiffre d'affaires trimestriel (226,9 millions EUR), Omega Pharma a publié fin novembre l'entièreté des résultats pour le troisième trimestre.

Sur le plan opérationnel, la rentabilité a connu une évolution favorable mais des frais de restructuration et des charges financières plus élevées que prévu ont grevé la croissance du bénéfice net (+3,5%).

Le cash-flow brut récurrent a augmenté de 7,5% pour atteindre 30,7 millions EUR de sorte que la marge de cash-flow est passée de 13,4% à 13,5%.

Les résultats ont surtout permis d'observer l'évolution d'Omega en France et du département Arseus. La restructuration de l'équipe française de vente semble commencer à porter ses fruits. La légère augmentation du chiffre d'affaires (2% à 34,8 millions EUR) a immédiatement engendré une forte hausse du cash-flow brut (+42% à 2,7 millions EUR). Vu la faiblesse des marges (7,8%), une amélioration du résultat reste possible.

La suppression des contrats de distribution non rentables a fait baisser de 4% le chiffre d'affaires du département Arseus (61,8 millions EUR). Le cash-flow brut a subi à son tour une baisse de 6% (7,6 millions EUR). Au troisième trimestre, de nouveaux contrats de distribution rentables ont été signés. Ceux-ci contribueront positivement aux résultats à partir du 4ème trimestre.

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



■ Notre opinion

Omega Pharma est toujours en restructuration, mais il semble qu'elle récolte déjà ses premiers résultats en France. Toute l'attention se porte à présent sur la poursuite de la rationalisation d'Arseus en vue de son introduction en bourse en 2008 et sur l'intégration de la firme autrichienne Bittner Pharma fraîchement reprise. Cette acquisition a coûté cher (200 millions EUR pour un chiffre d'affaires attendu de 50 millions EUR en 2006), mais la société est en forte croissance (hausse de 25% de son chiffre d'affaires en 2006).

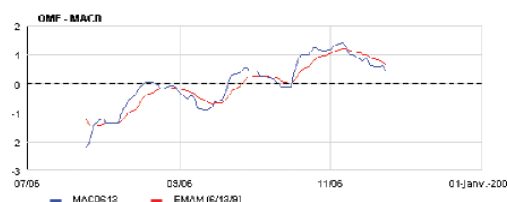
Au vu de la volatilité de l'action Omega Pharma, il est conseillé d'acheter celle-ci sur repli (vers les 48 EUR). Au cours actuel, l'action reste à conserver après notre recommandation d'achat en début d'année (à 42,6 EUR).

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	18,5 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	15,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	13,1
Rendement brut du dividende :	0,6%
Endettement :	98%
Prochains résultats :	18 janvier

■ Analyse technique

L'indicateur stochastique a généré un signal d'achat le 8/11. Depuis, le graphique MACD s'est replié. Si le cours poursuit sa descente, le MACD générera un signal de vente. Le profil technique est donc plutôt défavorable à court terme.



■ **Pirelli & Co (PC - Milan) - Holding - 0,73 EUR**

■ **Profil**

Pirelli est passé ces dernières années du statut de fabricant de pneus à celui de holding. Outre une participation de 61% dans l'activité centrale d'origine, Pirelli Tyre, le groupe possède une filiale immobilière cotée en bourse et contrôle directement et indirectement un intérêt de 19,4% dans Telecom Italia.

Durant les 9 premiers mois de 2006, le chiffre d'affaires (3,6 milliards EUR) s'est réparti comme suit :

■ Pirelli Tyre :	82%
■ Pirelli Real Estate :	13%
■ Pirelli Broadband Solutions :	3%
■ Reste :	2%

■ **Résultats et perspectives**

Durant les 9 premiers mois de 2006, le chiffre d'affaires de Pirelli a progressé de 9% pour atteindre 3,6 milliards EUR. Le bénéfice opérationnel brut a augmenté quant à lui de 8% pour atteindre 300 millions EUR. Malgré la dévalorisation de la participation d'Olimpia dans Telecom Italia, une perte nette de 1,5 milliards EUR a été comptabilisée.

Pirelli a annulé l'introduction en bourse de Pirelli Tyre et a vendu 39% de sa filiale à un consortium bancaire. L'accord conclu prévoit l'introduire en bourse de Pirelli Tyre dans les 4_ années à venir. Une partie du produit de la cession a servi à financer l'augmentation de la participation dans Olimpia (dorénavant 80%). Côté résultats, Pirelli Tyre a vu son chiffre d'affaires augmenter de 10,5% pour atteindre 3 milliards EUR. Sans l'effet positif de l'évolution des taux de change, le chiffre d'affaires croît encore de 7,3%. La forte augmentation des coûts de l'énergie et des matières premières a mis les marges sous pression, de sorte que le bénéfice opérationnel brut n'a progressé que de 2,9% (à 279 millions EUR). En réaction, Pirelli a augmenté le prix de ses pneus (+4% à +5%).

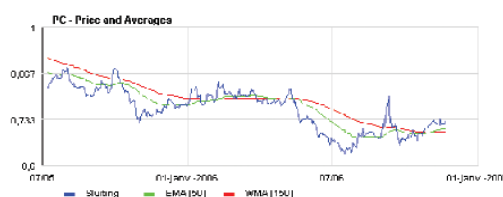
La participation dans Telecom Italia constitue dorénavant l'actif le plus important de Pirelli (participation directe de 1,36% et indirecte de 18% via les 80% de la filiale Olimpia). Au cours de bourse actuel, cela représente 2,1 milliards EUR, soit environ 0,46 EUR par action Pirelli.

Les résultats du troisième trimestre de Telecom Italia ont légèrement dépassé les attentes. Le chiffre d'affaires a progressé de 4,6% pour s'établir à 7,77 milliards EUR (vs une prévision de 7,72 milliards EUR) et le cash-flow opérationnel a augmenté de 1,5% à 3,27 milliards EUR (vs une prévision de 3,25

milliards EUR). Vu la morosité du climat actuel dans le secteur de la télécommunication, ces résultats ont été bien accueillis.

Telecom Italia a par ailleurs reçu deux offres de reprise pour sa filiale brésilienne. La direction négocie actuellement celles-ci.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 ont cependant baissé de 22% durant le mois écoulé.



■ **Notre opinion**

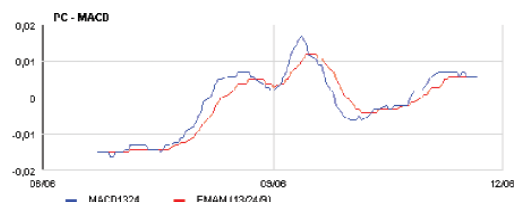
De par l'importance de sa participation dans Telecom Italia, la plupart des investisseurs considèrent Pirelli & Co comme un investissement indirect dans la télécommunication italienne. Cependant, ils ne doivent pas perdre de vue l'activité historique de producteur de pneus et la filiale immobilière cotée en bourse de la holding italienne. Ces participations représentent respectivement 0,29 EUR et 0,21 EUR par action Pirelli. Pirelli Tyre est valorisée conformément à la moyenne de ses concurrents dans le secteur. Selon nos calculs, Pirelli & Co cote 20% en dessous de sa valeur intrinsèque. Elle mérite, selon nous, d'être redécouverte au vu de l'amélioration du sentiment de marché en faveur des valeurs de la télécommunication et des producteurs de pneus.

■ **Analyse fondamentale**

Valeur comptable :	0,78 EUR
Valeur actif net tangible :	0,64 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	0,93
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	17,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	13,5
Rendement brut du dividende :	2,9%
Prochains résultats :	1 ^{er} février

■ **Analyse technique**

Le graphique MACD a généré un signal d'achat à court terme le 26 octobre.



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

Dans notre revue mensuelle d'octobre 2005, nous décrivions brièvement notre politique en matière de sélection des actions individuelles. Ainsi, nous expliquions que nous nous inspirions dans une large mesure des principes propres à l'approche dite « Value », qui privilégie les valeurs bon marché. Nous avons alors également cité, de façon intuitive, quelques raisons pour lesquelles une telle approche pouvait s'avérer prometteuse.

Attardons-nous aujourd'hui sur les résultats historiques de l'approche " Value " traditionnelle. Tout d'abord, des scientifiques ont démontré que les actions les moins chères sur-performaient de façon sensible et régulière les actions les plus chères. Les plus connus dans le domaine sont, sans conteste, Eugène Fama et Kenneth French. Ceux-ci ont, entre autres, constaté, en étudiant les marchés américains des actions (NYSE-AMEX-Nasdaq) entre 1963 et 1990¹, que le décile des actions dont le ratio valeur de marché/valeur comptable est le plus bas sur-performe le décile des actions dont le même ratio est le plus haut de 20% par an.

Sans remettre l'intérêt de leur étude en cause, il faut admettre que l'investisseur particulier compare rarement une sélection d'actions (i.e. son portefeuille, qui n'est autre qu'une réduction d'un univers d'investissement plus large) à une autre sélection d'actions, mais bien au marché dans son ensemble. Sans avoir la prétention d'atteindre la rigueur et la pertinence des études scientifiques, nous pouvons tout de même observer simplement l'évolution passée de quelques indices phares (rappelons au passage qu'une performance historique n'offre aucune garantie pour l'avenir). Ainsi, plus proche de chez nous, le marché européen des actions a généré, entre fin 1975 et fin 2005 (30 ans), un return annuel de 11,6% (dividendes bruts réinvestis). Dans le même temps, l'indice MSCI Value des actions européennes a dégagé un return annuel de 12,8%, soit 1,2 points de plus. Cumulés sur 30 ans, cela fait tout de même 40% de plus. Durant ces trente années calendrier, l'indice Value a battu son marché de référence 2 fois sur 3. En outre, il l'a également battu durant toutes les années baissières, à une exception près (en 1990, il

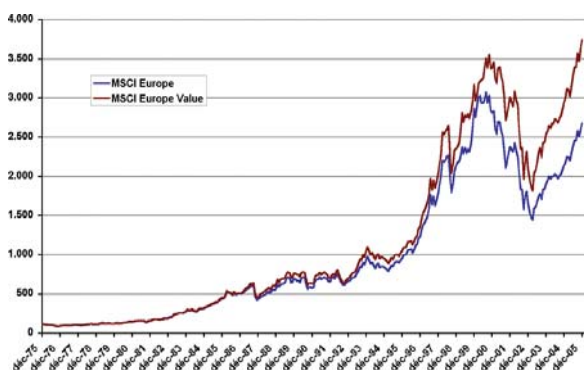
perdait 17,9% quand les actions européennes dans leur ensemble corrigeaient de 16,5%).

Un inconvénient toutefois d'une approche « Value » pure concerne l'allocation sectorielle. En effet, une telle approche ne tient pas compte de l'appartenance sectorielle des actions. En conséquence, elle peut faire l'impasse sur tout un secteur économique peut-être temporairement porteur, comme elle peut accorder un poids très important à un sous-secteur négligeable, peut-être en mauvaise posture. Cette approche peut dès lors engendrer un excès de volatilité non désirable. Pour corriger cet inconvénient, nous adoptons, dans notre politique de sélection des actions individuelles, une allocation sectorielle relativement neutre par rapport au marché global et appliquons les principes de l'approche au sein de chaque secteur et non à l'univers dans son ensemble. Ainsi, notre méthode permet de ne manquer aucun rally sectoriel.

Nous avons également déjà précisé dans notre article publié dans l'édition d'octobre 2005 de la présente revue mensuelle que nous intégrons dans nos critères de sélection une lecture des révisions des prévisions bénéficiaires par le consensus des analystes, ce qui constitue un autre écart par rapport à une approche pure.

Le mois prochain, nous ferons le bilan de l'année et résumerons les stratégies qui ont porté leur fruit et celles qui ont déçu.

Evolution historique comparée des indices MSCI Europe et MSCI Europe Value (dividendes réinvestis - 1975 = base 100)



¹ Fama, E. & K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance* 47, 427-465.

■ Mercredi 13 décembre 2006 : Conférence Politique de sélection de valeurs en gestion de fortune

Langue : Français
 Lieu : Mons
 Heure : 18h
 Orateur : François Lefebvre, administrateur de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Mons-Bertaimont
 Mme Roseline Bizoux - Tel : 065/56.06.61
 Mr Olivier Hautenuave - Tel : 065/56.06.62

■ Mardi 19 décembre 2006 : Conférence Politique de sélection de valeurs en gestion de fortune

Langue : Français
 Lieu : Namur
 Heure : 19h
 Orateur : François Lefebvre, administrateur de Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence de Namur
 Mr Frédéric Baivy - Tel : 081/71.91.00

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 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
GENT – ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 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 43 29 99
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 31 13 76
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	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 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

Internet: <http://www.leleux.be>
 E-Mail: webmaster@leleux.be

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:
Olivier Leleux
 Date de rédaction:
le 24 novembre 2006