

Edito

Nous avons évoqué à plusieurs reprises dans les colonnes de cet éditorial la loi du 14 décembre 2005 portant sur la suppression des titres au porteur (également appelée loi de dématérialisation des titres au porteur). Pour mémoire, les dispositions de cette loi prévoient que dans moins de sept mois, à savoir le 1^{er} janvier 2008, plus aucun titre au porteur ne pourra être remis en Belgique par une institution financière à un client particulier. Seule la forme dématérialisée (c'est-à-dire le dépôt sur un dossier titres auprès d'une de ces institutions) ou la forme nominative (c'est-à-dire une inscription nominative dans le registre des actionnaires de la société) des titres pourra subsister à la fin de la période transitoire, qui s'étend du 1^{er} janvier 2008 au 31 décembre 2013. En effet, les titres au porteur qui n'auront pas été convertis à cette date en titres nominatifs ou en titres dématérialisés subiront une suspension de tous leurs droits (droits de vote, droits au dividende, etc.) jusqu'à leur conversion effective. Et ce n'est pas tout : la loi prévoit qu'à partir du 1^{er} janvier 2015, les émetteurs de ces titres au porteur devront vendre les titres non convertis sur les marchés. Le produit de la vente sera alors versé à la caisse des dépôts et des consignations qui sera chargée de la restitution de la contre-valeur des titres. Finalement, la loi a également fixé une amende pour les investisseurs qui ne se seraient pas conformés à ses dispositions dans les temps. Ainsi, une amende de 10% par an commencera à courir à partir du 1^{er} janvier 2016. En pratique, la valeur résiduelle des titres sera donc de zéro dix ans plus tard, ce qui achèvera le processus de dématérialisation des titres au porteur en Belgique.

Parallèlement à ces dispositions, il convient également de tenir compte de l'évolution de la législation en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. En perpétuelle évolution depuis le 11 septembre 2001, cette législation continue de se renforcer mois après mois. Afin d'éviter une utilisation du système financier international à mauvais escient, les législations, tant au niveau belge qu'à l'échelle

européenne et internationale, imposent aux intermédiaires financiers des contrôles de plus en plus poussés lors de la remise de titres au porteur. Ainsi, dans l'état actuel des dispositions légales et réglementaires, l'intermédiaire financier doit refuser le dépôt d'un titre au porteur si le détenteur du titre n'est pas en mesure de démontrer qu'il en est le propriétaire effectif (en remettant par exemple une copie du bordereau d'achat du titre, bordereau établi à son nom, ou une copie des décomptes de dividendes des 5 dernières années, établis également à son nom).

Attendre la fin de la période transitoire pour déposer ses titres au porteur revient à parier sur le fait que les dispositions législatives visant à lutter contre le financement du terrorisme ne se renforceront plus dans les prochaines années. Il s'agit selon nous d'un pari bien risqué pour un patrimoine constitué dans la grande majorité des cas durant de nombreuses années, fruit du travail de plusieurs générations.

Aussi, depuis toujours, Leleux Associated Brokers propose à sa clientèle une solution simple, efficace et gratuite : le dépôt titres. Laissez-moi vous en citer trois avantages. Tout d'abord, la clareté. A la fréquence souhaitée, vous pouvez recevoir gratuitement un relevé clair et détaillé de vos titres en dépôt. Deuxième avantage, la fiabilité. Nous vous informons par courrier de chaque opération sur titres qui se produit sur l'une des valeurs en dépôt dans votre portefeuille. Plus de risque de rater un dividende optionnel ou un échange de titres. Troisième avantage, la facilité. Le jour du paiement de vos dividendes, une note de crédit coupons est directement et gratuitement émise par nos services. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle qui se fera un plaisir de vous présenter les nombreux autres avantages du dépôt titres chez Leleux Associated Brokers.

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

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Capitalia	6
	Analyse de Havas	7
	Analyse de Alcatel-Lucent	8
	Analyse de BMPS	9
	Analyse de Punch Int.	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	540,11	+1,81% ⁽¹⁾ ✓ +9,10% ⁽²⁾ ✓
BEL 20 (Belgique)	4.694,87	+1,80% ⁽¹⁾ ✓ +7,05% ⁽²⁾ ✓
CAC 40 (France)	6.099,32	+2,42% ⁽¹⁾ ✓ +10,15% ⁽²⁾ ✓
DAX (Allemagne)	7.886,33	+6,23% ⁽¹⁾ ✓ +19,31% ⁽²⁾ ✓
FTSE (G-B)	6.630,20	+2,51% ⁽¹⁾ ✓ +6,27% ⁽²⁾ ✓
SMI (Suisse)	9.450,85	+0,24% ⁽¹⁾ ✓ +7,57% ⁽²⁾ ✓
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.930,07	+1,86% ⁽¹⁾ ✓ +6,30% ⁽²⁾ ✓
DJII (USA)	13.639,83	+4,46% ⁽¹⁾ ✓ +9,48% ⁽²⁾ ✓
NASDAQ (USA)	2.601,29	+3,02% ⁽¹⁾ ✓ +7,70% ⁽²⁾ ✓
TS 300 (Canada)	14.092,90	+5,04% ⁽¹⁾ ✓ +9,18% ⁽²⁾ ✓
NIKKEI (Japon)	17.875,75	+2,73% ⁽¹⁾ ✓ +3,77% ⁽²⁾ ✓
MSCI World	1.608,61	+1,95% ⁽¹⁾ ✓ +8,43% ⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2006

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 +1,39%⁽¹⁾ -1,96%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,47 +0,40%⁽¹⁾ -0,88%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,61 -0,51%⁽¹⁾ -4,30%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -0,03%⁽¹⁾ +1,29%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 +0,03%⁽¹⁾ +0,11%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,61 -0,07%⁽¹⁾ -2,47%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,61 +1,01%⁽¹⁾ +2,76%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,69 +4,94%⁽¹⁾ +6,47%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,53 -0,40%⁽¹⁾ -2,99%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,26 -2,16%⁽¹⁾ +2,32%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -0,95%⁽¹⁾ +0,37%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -1,81%⁽¹⁾ -2,92%⁽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

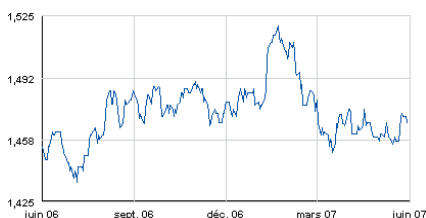
USD/EUR

Le dollar s'est quelque peu ressaisi. Il semblerait que le ralentissement économique actuellement observé aux Etats-Unis dure moins longtemps que prévu. Les anticipations d'une baisse des taux courts s'estompent dès lors, ce qui soutient le billet vert.



GBP/EUR

Comme prévu, les membres de la Banque centrale britannique ont unanimement voté pour une hausse des taux à 5,5%. Vu le style assuré du communiqué de presse de la banque centrale, le marché s'attend dorénavant à une prochaine hausse supplémentaire d'un quart de point à 5,75%.



CHF/EUR

Vu que la Banque centrale suisse maintient son principal taux directeur stable à 2,25%, l'écart entre les taux courts en euro et en franc suisse se creuse, ce qui met la pression sur le franc.



NOK/EUR

Les prévisions moyennes tablent sur une augmentation de taux à 4,25%. L'économie tourne à plein régime et le chômage est virtuel (2%), ce qui peut faire craindre une accélération de l'inflation à moyen-long terme. Entre temps, celle-ci reste, à 1,4%, parfaitement sous contrôle.



JPY/EUR

Selon un ancien directeur de la banque centrale du Japon, celle-ci devrait considérer la possibilité d'une hausse de taux en août. Selon lui toujours, les prix à la consommation pourraient recommencer à monter en septembre. C'est en tous cas le scénario qui serait retenu par la banque centrale. Entre temps, les marchés des changes restent stoïques.



AUD/EUR

La hauteur des taux d'intérêt semble peser sur les ventes au détail. Celles-ci se révèlent plus faibles que prévu. 23% des australiens avouent avoir dû réduire leurs dépenses à cause de la hausse du coût de leur emprunt hypothécaire. La banque centrale australienne devrait toutefois maintenir son principal taux directeur inchangé à 6,25%. Cela pourrait encore peser sur le dollar australien.



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 (BCE) a laissé son principal taux directeur inchangé lors de sa réunion du 10 mai dernier. Il ne fait cependant aucun doute qu'elle relèvera ce taux d'un quart de point, à 4%, le 6 juin prochain. En effet, même si le taux d'inflation observé a posteriori ne dépasse pas l'objectif de 2% de la BCE, celle-ci ne peut pas rester les bras croisés face à une croissance de la masse monétaire qui s'emballe. L'accélération de la croissance économique dans la zone euro conforte d'ailleurs la BCE dans sa politique.

Suite aux révisions à la hausse des prévisions de croissance économique de la zone euro et aux attentes d'une poursuite de la hausse des taux à court terme, les taux à long terme se sont sensiblement redressés durant le mois écoulé, progressant de 24 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage) aussi bien à 5 qu'à 10 ans en euro. Ceux-ci s'élèvent dorénavant à respectivement 4,37% et 4,39%.

Certes les taux à long terme sont, toutes autres choses restant égales, une fonction positive des taux à court terme, c'est-à-dire que si ceux-ci montent, les taux longs suivent (partiellement au moins). Une accélération de l'activité économique pourrait également provoquer des craintes de poussées inflationnistes. Toutefois, les attentes en matières d'inflation restent, jusqu'à présent,

très stables. Il est vrai que les pressions concurrentielles entre entreprises liées au phénomène de la mondialisation restent entières. En outre, le BCE gagne en crédibilité dans sa lutte contre l'inflation, puisque, depuis son entrée en fonction, nous avons bénéficié d'une réelle stabilité des prix. Nous ne craignons dès lors pas un dérapage inflationniste en Europe. D'autre part, les liquidités sont toujours très abondantes et elles doivent bien se loger quelque part (placements à terme, actions, immobilier, mais également obligations).

Le contexte actuel (bonne conjoncture, hausse des taux courts) peut dès lors certainement encore pousser les taux d'intérêt à moyen et long terme quelque peu à la hausse. Nous pensons toutefois que celle-ci devrait rester limitée à quelques dizaines de points de base et qu'un dérapage vigoureux et persistant n'est pas à l'ordre du jour.

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)

4,0830% +21,50 ⁽¹⁾ 
+191,90 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

4,4210% +27,20 ⁽¹⁾ 
+73,80 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

4,8040% -7,10 ⁽¹⁾ 
+258,20 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,9000% +26,40 ⁽¹⁾ 
+67,80 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
AUD	Total	6,500%	04/06/2012	100,83	6,30%	Aa1	04/06
TRY	Eurofima	18,250%	04/06/2008	100,65	17,48%	Aaa	04/06

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	IBRD	4,250%	01/06/2010	100,62	4,03%	Aaa
EUR	EDF	3,750%	08/04/2011	98,28	4,24%	Aa1
EUR	Nord. L/B Lux.	3,625%	20/04/2015	94,45	4,47%	Aa1
EUR	ING Groep	4,125%	11/04/2016	97,04	4,54%	Aa3
NOK	NRW Bank	3,500%	21/05/2013	92,12	5,06%	Aa1
GBP	EIB	5,375%	07/03/2019	100,36	5,33%	Aaa
USD	Kommunalbanken	5,125%	30/05/2012	100,71	4,96%	Aaa
CAD	BNG	4,375%	13/05/2015	97,93	4,69%	Aaa
AUD	Ontario (Prov)	5,500%	23/04/2013	96,98	6,12%	Aa1

Economies

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

■ Zone Euro

Les prévisions de croissance économique dans la zone Euro restent bonnes. L'indicateur précurseur régional poursuit sa progression tandis que les indicateurs nationaux belge et allemand sont encore fort proches de leurs récents records. Même s'il est peu probable que la croissance économique poursuive encore longtemps son accélération, la qualité de cette expansion économique devrait s'améliorer en termes structurels.

L'Allemagne fonctionne actuellement comme la locomotive de la zone Euro. Les réformes apportées ces dernières années au marché du travail portent leurs premiers fruits et devraient avoir bientôt un effet positif sur la consommation des ménages. Le coût de travail, corrigé pour la productivité, y baisse depuis 2003. A l'occasion de négociations directes avec le personnel, beaucoup d'entreprises industrielles allemandes sont parvenues à obtenir des conditions salariales intéressantes. Lors des récentes négociations salariales, le syndicat IG Metall, très puissant en Allemagne, est tombé assez facilement d'accord pour une augmentation des salaires de 4,1%. Cette augmentation correspond à la croissance économique et n'est donc pas inflationniste. Vu la récente sortie d'un long marasme économique, aucune des parties n'avait intérêt à torpiller la reprise économique naissante en mettant sur la table des recommandations irréalistes.

Tous les regards se tournent à présent vers la France où le nouveau président, M. Nicolas Sarkozy, a promis de concentrer toute son attention sur la réforme du... marché du travail. Un marché du travail plus flexible est en effet la clé pour générer davantage d'opportunités d'emplois et entraîner un dynamisme économique. Si la France rencontre le même succès que l'Allemagne, la tendance actuelle de contraction du chômage dans un contexte désinflationniste pourrait se prolonger.

■ Etats-Unis

Le rapport trimestriel de la banque centrale américaine sur l'évolution des activités de crédit a confirmé nos prévisions : les problèmes que connaît le marché des crédits hypothécaires à risque ("subprime mortgages") n'affecte pas le reste de l'économie. En effet, les banques n'ont pas durci leurs conditions d'octroi de crédit et n'ont dès lors pas coupé le robinet à liquidités. Nous pouvons donc en déduire que ces problèmes devraient rester limités au marché hypothécaire.

Parallèlement, les dépenses des ménages se maintiennent à un niveau raisonnable : les ventes au détail (hors voitures) ont progressé de 3,9% sur une base annuelle. C'est certes moins que les 8% à 10% de croissance observée en 2005, mais nous sommes loin de la récession. Un taux proche de 2% commencerait à devenir inquiétant.

Tandis que l'indicateur précurseur de l'économie américaine faiblit lentement, l'indicateur de sentiment des directeurs d'achat tant dans le secteur des services que dans l'industrie se stabilisent dans la zone de prévision d'une légère expansion.

■ Japon

L'économie japonaise a crû de 2,4% au premier trimestre 2007, soit environ la moitié de la croissance qu'elle a connue à la même époque l'an dernier.

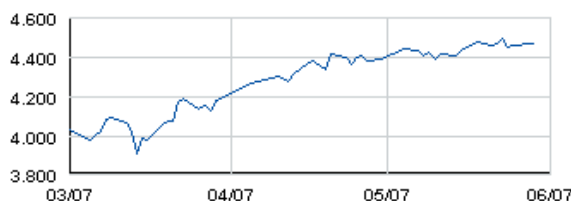
La décision des autorités chinoises de laisser leur devise fluctuer dans une fourchette plus large face au dollar est positif pour l'économie japonaise. Le yen se montrant faible face au dollar, sera d'autant plus faible face au Renminbi. Cet effet de change va rendre les entreprises japonaises d'exportation plus compétitives face à leurs concurrentes chinoises.

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

La meilleure prestation du mois a pour nom Iberdrola (+14%) grâce entre autres à une révision favorable de recommandation par Goldman Sachs. L'intérêt d'un certain Albert Frère pour le groupe espagnol n'y est sans doute pas non plus étranger. L'annonce de la vente de Chrysler a propulsé le cours de DaimlerChrysler (+11%). L'offre d'Unicredito sur Capitalia a été accueillie sans grand enthousiasme. Son cours a reculé de presque 9%.



FTSE 100

Les rumeurs de reprises propulsent une nouvelle fois les cours vers de nouveaux sommets. Reuters a profité d'une offre de Thomson pour flamber de 29%. Hanson entre dans le champ de vision de certains prédateurs et enregistre une envolée de son cours de 25%. La parution d'une étude critique défavorable à un important médicament pour diabétiques a fait chuter le cours de Glaxo de presque 12%.



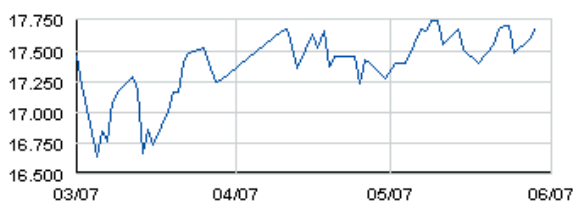
S&P 500

Une offre de reprise de Bausch & Lomb a propulsé le cours de cette dernière de 15%. Le secteur de l'aluminium profite lui aussi de la consolidation où l'offre pour Alcan, entre autres, a fait monter le cours de celle-ci de 14%. Des révisions défavorables des prévisions pour le prochain trimestre ont pesé lourd sur le cours de Cognizant, qui a perdu 14%. Les résultats trimestriels décevants d'Archer-Daniels-Midland ont fait baisser son cours de 9%.



Nikkei 225

Mitsubishi UFJ a entièrement compensé la perte du mois dernier. Son cours s'est redressé de 29%. La révision favorable de sa notation par Moody's y a certainement contribué. De bons résultats et des recommandations favorables n'ont pas manqué leur effet sur le cours de JGC Corp. (+23%). Le cours de Meiji Dairies a souffert d'un avertissement sur résultats (-18%). Kajima Corp subit le même scénario. A la place d'une augmentation de son bénéfice, le groupe s'attend à présent à une diminution de celui-ci. Le cours a dégringolé de 17%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Produit Intérieur Brut	-	2,4%	11/06
USA	Vente au détail (hors automobile)	-	0,0%	13/06
EMU	Indice des prix à la consommation	-	0,6%	14/06
JAP	Décision taux d'intérêt Banque du Japon	0,50%	0,50%	15/06
USA	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	0,2%	15/06
USA	Indicateur du sentiment des professionnels du secteur immobilier	-	30,0	18/06
EMU	Belgique : Confiance des entreprises	-	3,9	22/06
EMU	Allemagne : Indicateur de confiance économique	-	104,8	22/06
JAP	Vente au détail	-	0,4%	27/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	1,5%	27/06
JAP	Indice des prix à la consommation Tokyo (hors énergie et alimentation)	-	-0,2%	29/06

Analyses de valeurs

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

■ Capitalia (CAP – Milan) – Banques – 7,64 EUR

■ Profil

Capitalia est un groupe bancaire italien de taille moyenne comptant près de 2.000 agences réparties à travers l'Italie. Le groupe résulte de la fusion en 2002 des banques Banca di Roma et Bipop-Carire.

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

■ Retail Banking :	49%
■ Corporate Banking :	14%
■ Wholesale & Investment Banking :	14%
■ Financial Services :	15%
■ Autres :	8%

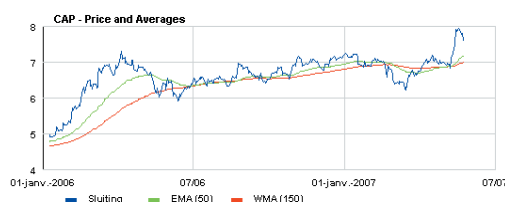
■ Résultats et perspectives

Le 20 mai 2007, Unicredito a lancé une offre d'achat sur Capitalia à 8,41 EUR par action, ce qui valorise la banque à 21,8 milliards EUR. Cela représente une prime de 12% par rapport au cours de bourse le jour des rumeurs de reprise. L'offre se situe 25% au-dessus du cours auquel nous recommandions l'action dans notre revue mensuelle d'octobre 2006. Elle est entièrement constituée d'actions d'Unicredito. Unicredito paie 16,1 fois le bénéfice attendu pour 2007 et 2,2 fois la valeur comptable de Capitalia.

De cette fusion naît la plus grande banque de la zone Euro en terme de capitalisation boursière. En Italie, elle reste la deuxième plus grande banque de détail, avec 5.000 agences, après Intesa Sanpaolo qui compte 5.800 agences.

Quelques jours avant l'offre, Capitalia avait publié ses résultats pour le premier trimestre 2007. Dans la division 'Retail Banking', le volume de crédit a progressé de 18%, mais sa marge d'intérêt de seulement 12%. Capitalia reste toutefois bien perçue car ses résultats se situaient légèrement au-dessus des attentes formulées dans le business plan. La direction reste d'ailleurs convaincue qu'elle atteindra l'objectif d'un bénéfice par action de 0,55 EUR en 2007.

Les prévisions bénéficiaires moyennes des analystes ont progressé le mois dernier de respectivement 0,5% (2006) et 2,9% (2007).



■ Notre opinion

L'offre sur Capitalia va à peine influencer la valorisation d'Unicredito : son ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) va passer de 11,9 à 12,6. Le ratio Cours / Bénéfice estimé pour 2008 devrait s'établir à 10,7 au lieu de 10,2. Précisons que ces chiffres n'intègrent pas les avantages synergiques. Ceux-ci sont d'ailleurs relativement bas. Ils sont estimés à 1,2 milliards EUR en 2010 avant imposition, ce qui représente 7,3% du bénéfice pro-forma brut du groupe fusionné.

Compte tenu de la valorisation relativement faible d'Unicredito, les investisseurs à long terme peuvent tranquillement conserver leurs actions Capitalia et présenter leurs titres à l'offre d'Unicredito.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	3,74 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	14,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	12,6
Rendement brut du dividende :	2,9%
Prochains résultats :	6 novembre

■ Analyse technique

L'analyse technique n'est pas applicable compte tenu de l'offre d'Unicredito en cours.

■ Havas (HAV – Euronext Paris) – Media – 4,26 EUR

■ Profil

Havas se positionne à la 6ème place mondiale dans le domaine des agences publicitaires. Le groupe est présent dans 77 pays et compte environ 14.400 collaborateurs.

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit (1,5 milliards EUR) :

■ Euro RSCG Worldwilde :	64%
■ Arnold North America :	11%
■ Havas Media :	22%
■ Autres :	3%

■ Résultats et perspectives

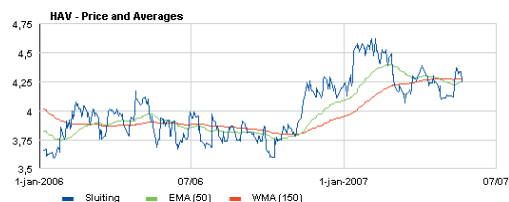
Le chiffre d'affaires du premier trimestre laisse enfin augurer une issue favorable à la restructuration du groupe. Il est resté stable à 337 millions EUR dans un contexte d'euro fort. La bonne nouvelle provient de la croissance organique de ce chiffre d'affaires : celle-ci a atteint 3,2%. L'année précédente, elle avait été négative (-2,4%) au premier trimestre. Le groupe avait alors perdu quelques clients importants tels Volkswagen et Intel.

Au premier trimestre 2007, toutes les régions ont enregistré une croissance organique plus élevée qu'en 2006. Malgré cette tendance positive, le très important marché nord-américain est resté faible avec une légère diminution du chiffre d'affaires de 0,8% à 122 millions EUR. La direction de la filiale d'Arnold North America espère réaliser de meilleurs résultats au second semestre grâce au gain de nouveaux clients tels Volvo.

Durant la publication des résultats annuels de 2006, Havas avait annoncé qu'elle prévoyait une croissance organique de son chiffre d'affaires en 2007 de 2% à 3%. La plupart des analystes avaient alors fraîchement accueilli la nouvelle vu que la croissance du marché se situe plutôt entre 4% et 5%. Comme il s'agissait de la première fois qu'Havas rendait public ses prévisions depuis le changement de direction (suite à l'entrée de M. Bolloré dans son capital), nous pensons que celle-ci communique des estimations volontairement conservatrices. Il ne serait dès lors pas étonnant que les résultats de l'année en cours surprennent positivement. Havas investit d'ailleurs de nouveau fortement dans sa croissance interne. Elle a, à ce propos, engagé près de 450 employés l'année dernière.

L'actionnaire principal, Vincent Bolloré, a entre temps racheté 3,9% du capital de Sebastian Holdings à 5 EUR par action, une prime de 16% par rapport au cours de l'époque. M. Bolloré contrôle à présent 30,5% du capital d'Havas.

Les prévisions bénéficiaires moyennes ont baissé ces dernières semaines de 7% pour 2006 et 1% pour 2007.



■ Notre opinion

La restructuration d'Havas va probablement durer quelques trimestres de plus que prévu initialement. Bien que la croissance organique du chiffre d'affaires au premier trimestre dépassait les prévisions annuelles d'Havas, celles-ci n'ont pas été revues à la hausse.

Arnold North America constitue actuellement le maillon faible du groupe. Compte de sa taille, Havas est en outre assez sensible à la faiblesse du dollar. Au cas où la restructuration devrait tarder à aboutir, la vente de cette division nous semble une alternative intéressante car le reste du groupe devrait dégager une plus forte croissance organique moyenne et présenter une sensibilité négligeable au dollar.

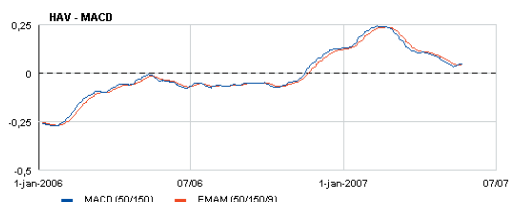
Le cours d'Havas se situe actuellement près de 4% sous celui qui prévalait lors de notre première recommandation dans la Revue Mensuelle de septembre 2005. Vu l'amélioration des résultats et l'augmentation de la participation de M. Bolloré, nous restons confiants dans cette restructuration. Les investisseurs à long terme peuvent acheter sous la barre des 4,3 EUR.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	2,2 EUR
Valeur actif net tangible :	-1,1 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,5
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	17,8
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	13,8
Rendement brut du dividende :	0,9%
Endettement :	88%
Prochains résultats :	11 juillet

■ Analyse technique

Le MACD de long terme a généré, le 17 novembre, un signal d'achat, qui reste valable. Le RSI est en terrain neutre. L'image technique de long terme reste donc positive.



Alcatel-Lucent (ALU – Euronext Paris) – Equipements de télécommunication – 10,41 EUR

Profil

Alcatel-Lucent développe, fabrique et vend des équipements de télécommunication aussi bien pour des réseaux câblés que pour des réseaux sans fil. Elle offre également des services de télécommunication.

La fusion entre Alcatel et Lucent est opérationnelle depuis le 1^{er} décembre 2006. C'est aussi à cette date que le groupe a repris la division mobile UMTS de Nortel.

Le chiffre d'affaires pro-forma(*) 2006 du groupe fusionné se répartit comme suit (18,3 milliards EUR) :

■ Amérique du Nord :	36%
■ Europe de l'Ouest :	26%
■ Asie :	15%
■ Reste du monde :	23%

75% du chiffre d'affaires ont été réalisés auprès d'opérateurs de télécommunication.

Résultats et perspectives

Les résultats du premier trimestre 2007 ne reflètent aucune amélioration concrète. Sur une base comparable^(*), le chiffre d'affaires a baissé de 12% à 3,9 milliards EUR. Le bénéfice de 246 millions EUR de l'année précédente a cédé la place à une perte opérationnelle brute de 244 millions EUR. La division de téléphonie mobile a le plus souffert, accusant une baisse du chiffre d'affaires de 15% à 1,2 milliards EUR.

La direction a profité de l'occasion de la publication des résultats pour confirmer ses attentes en matière de synergies à dégager de la fusion. Elle avait déjà auparavant relevé sa prévision de réduction des coûts engendrée par la fusion de 1,4 milliards EUR à 1,7 milliards EUR pour la troisième année post-fusion. Ceci a été confirmé durant la publication des résultats du premier trimestre, ce qui a rendu les analystes quelque peu sceptiques.

La direction a en outre exprimé sa confiance dans l'augmentation du chiffre d'affaires de 10% du premier au deuxième trimestre 2007. Pour l'ensemble de l'année, elle s'attend à une hausse du chiffre d'affaires de 4% à 6%, conformément à la croissance du marché. Cette prévision est réaliste étant donné que le groupe a, jusqu'à présent, enregistré 30% de commandes de plus qu'il n'a facturé.

(*) "pro-forma" & "sur une base comparable" : recomptabilisation des chiffres historiques comme si la fusion avait eu lieu le 1er janvier 06.

Les prévisions bénéficiaires moyennes ont sensiblement baissé le mois dernier : 24% pour 2007 et 5% pour 2008.



Notre opinion

Une grande faiblesse d'Alcatel-Lucent (partagée par ses concurrents occidentaux) concerne la concurrence croissante en provenance de Chine sur les nouveaux marchés émergents. Huawei et ZTE, par exemple, maîtrisent de mieux en mieux les nouvelles technologies, surtout dans la téléphonie mobile, un point particulièrement sensible pour Alcatel-Lucent. D'un autre côté, celle-ci est fort implantée en Chine par le biais d'Alcatel Shanghai Bell. Cette année encore, le groupe a signé des contrats avec China Mobile et China Unicom, de sorte que sa position concurrentielle n'est pas inquiétante à court terme.

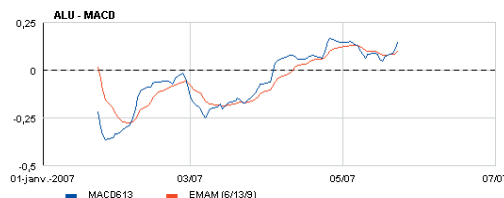
Les investisseurs dynamiques ont pu réaliser un bénéfice de 10% de novembre à janvier derniers. Bien que nous pensions que la restructuration devrait porter ses fruits à long terme, celle-ci ne se réalisera vraisemblablement pas sans accroc. Nous considérons dès lors l'action Alcatel-Lucent davantage comme une action de trading pour le moment. Celle-ci est selon nous achetable dans une optique dynamique sous les 10 EUR.

Analyse fondamentale

Valeur comptable :	7,0 EUR
Valeur actif net tangible :	-0,4 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,5
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	30,8
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	15,3
Rendement brut du dividende :	1,5%
Prochains résultats :	1 ^{er} août

Analyse technique

Le MACD de court terme a généré un signal d'achat le 4 avril. Les stochastiques ont également généré un signal d'achat le 15 mars qui reste valable. La configuration technique est donc positive à court terme, de sorte qu'une correction du cours ne serait probablement que de courte durée.



■ Banca Monte dei Paschi Siena (BMPS – Milan) – Banques – 5,15 EUR

■ Profil

Banca Monte dei Paschi Siena (BMPS) trouve son origine en 1472 à Sienne en tant que mont-de-piété et est pour cela considérée comme la plus vieille banque du monde.

Le groupe emploie 24.000 personnes dans plus de 1900 bureaux et compte plus de 4,5 millions clients. 31% des bureaux se situent en Toscane. Les principales divisions du groupe BMPS sont Banca MPS, Banca Toscana et Banca Agricola Mantovana.

Le chiffre d'affaires de 2006 se répartit comme suit (4,8 milliards EUR) :

■ Retail banking :	55%
■ Corporate banking :	28%
■ Private banking :	7%
■ Quartier général du groupe :	10%

■ Résultats et perspectives

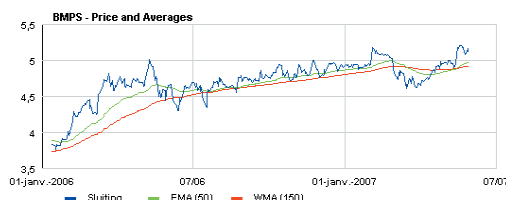
Les résultats du premier trimestre 2007 constituent un pas supplémentaire vers la réalisation du plan de développement lancé au milieu de l'année dernière pour la période 2006-2009.

Ce plan prévoit une forte amélioration de l'efficacité opérationnelle grâce à une diminution des coûts combinée à une augmentation du chiffre d'affaires. L'accent a été mis sur l'aspect commercial en privilégiant le personnel de front-office (relation clients) plutôt que dans le back-office (administration & quartier général). D'autre part, une meilleure structure du capital devrait être atteinte par la cession de participations financières et le réinvestissement du produit de ces ventes dans les activités centrales.

Au premier trimestre, les coûts opérationnels ont baissé de 0,3% à 684 millions EUR et le chiffre d'affaires a progressé de 5,9% à 1,1 milliards EUR. Les frais de personnel ont diminué de 1% à 431 millions EUR. Le ratio coûts / revenus est passé de 60,9% fin 2006 à 56,4%. BMPS a pour objectif de faire baisser ce ratio à 51,2% en 2009. Le rapport en le nombre d'employés au front-office et au back-office a chuté de 42% fin 2006 à 32%. BMPS a donc d'ores et déjà presque atteint son objectif de 31% pour 2009. Au premier trimestre, le chiffre d'affaires par employé du réseau d'agences a progressé de 6%. Du côté négatif, BMPS a dû augmenter ses réserves en prévision de créances douteuses. Ces prévisions ont augmenté de 5,3% à 107 millions EUR.

BMPS pense atteindre ses objectifs pour 2009 et assure que les tendances positives actuelles se prolongeront sur l'ensemble de l'année 2007.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont baissé ces 4 dernières semaines de respectivement 1,8% et 0,5%.



■ Notre opinion

Suite aux reprises notamment de Banca Popolare Italiana (BPI) et de Capitalia, BMPS est de plus en plus citée comme le dernier candidat à la reprise. L'actionnaire principal (49%) de BMPS assure qu'il considère une fusion comme une réelle opportunité. On s'attend à ce que BMPS trouve un partenaire de fusion d'ici la fin de l'été. Un partenaire étranger semble même probable. Entre temps, BMPS transfère toutes ses activités d'assurance dans une joint-venture avec AXA. La banque est donc ouverte à une alliance internationale.

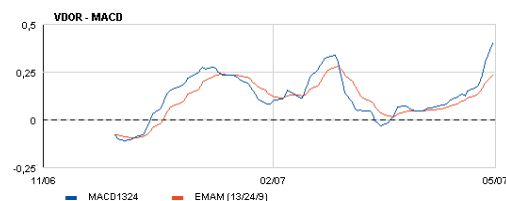
Les investisseurs qui souhaitent prendre leurs bénéfices sur Capitalia et réinvestir le produit dans notre troisième banque italienne candidate à la reprise peuvent acheter BMPS jusqu'à 5,5 EUR.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	2,5 EUR
Valeur actif net tangible :	2,9 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	15,5
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	13,0
Rendement brut du dividende :	3,3%
Prochains résultats :	10 septembre

■ Analyse technique

Les stochastiques ont généré un signal de vente le 22 mai. Le MACD est en baisse et se rapproche de zéro. Il pourrait dès lors à son tour prochainement générer un signal de vente. L'image technique n'est donc pas bonne à court terme.



■ Punch International (PUN – Euronext Bruxelles) – Software– 103 EUR

■ Profil

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

Le groupe est actif dans les systèmes de transmission, la télématique, les systèmes d'impression digitale, les trayeuses automatiques et la production pour des tiers.

Le chiffre d'affaires pour 2006 se répartit comme suit (197 millions EUR) :

■ Punch Technix :	18%
■ Punch Telematix :	10%
■ Punch Motive :	66%
■ Autres :	6%

■ Résultats et perspectives

Les résultats semestriels ont montré une première amélioration de la rentabilité. Le bénéfice opérationnel récurrent de Punch International s'élève à 7 millions EUR, comparé à 0 au premier semestre. En tenant compte des éléments uniques du compte de résultat, le bénéfice net d'impôts a progressé de 10% au second semestre pour atteindre 11 millions EUR. Sur l'ensemble de l'année 2006, le groupe a réalisé un bénéfice net de 21 millions EUR.

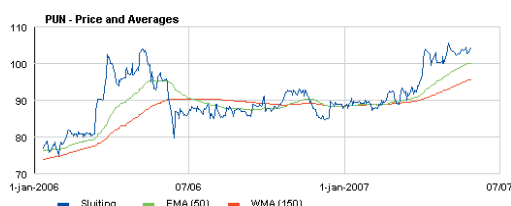
La plus importante division consolidée, Punch Motive, a généré un bénéfice opérationnel récurrent brut de 8 millions EUR, contre rien au premier semestre. Punch Telematix sort également la tête de l'eau pour la première fois avec un bénéfice opérationnel récurrent brut de 1 million EUR. Au contraire, Punch Technix affiche un résultat de 4 millions EUR dans le rouge.

Punch International souhaite, après l'offre de reprise réussie de Punch Graphix, fusionner cette dernière avec la boîteuse Punch Technix, cotée sur Euronext Amsterdam. Punch Technix a engrangé environ 50 millions EUR de pertes cumulées fiscalement déductibles qui pourraient exonérer d'impôts autant de gains de Punch Graphix. La collaboration entre les deux sociétés pourrait également être étendue à une utilisation par Punch Graphix des capacités de production non exploitées par Punch Technix. Une décision définitive devrait être prise dans le courant de l'été concernant ce projet.

Tout aussi importantes est l'évolution du dossier immobilier dont nous avons déjà parlé dans une précédente revue trimestrielle. Punch espère revaloriser ses actifs par une vente partielle.

Sur la base de la valorisation de marché estimée par Punch, ces actifs vaudraient 76 EUR par action Punch (165 millions EUR). Le groupe possède un patrimoine de 990.600 m² de terrains et de 313.890 m² de bâtiments. Une part importante (+/- 40%) se trouve en Slovaquie.

Les attentes bénéficiaires moyennes sont restées stables ces 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

La valeur des placements immobiliers de Punch devrait ressortir cette année, ce qui devrait apporter un beau soutien au cours de l'action. L'approbation de la fusion entre Punch Technix et Punch Graphix devrait également soutenir le cours.

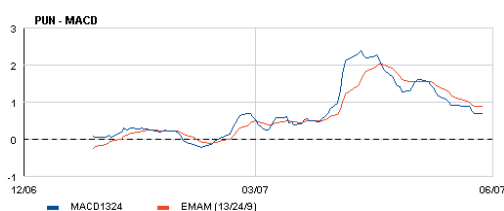
Nous sommes actuellement 11% au-dessus du cours de l'époque de notre recommandation d'achat dans la revue mensuelle de décembre 2006. Nous restons acheteurs de l'action jusqu'à 110 EUR pour le moyen terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	81,0 EUR
Valeur actif net tangible :	53,7 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	14,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	12,8
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	64%
Prochains résultats :	31 août

■ Analyse technique

Le 15 février, le MACD de court terme a généré un signal d'achat. Après la récente hausse du cours, l'indicateur RSI est retombé et se dirige maintenant lentement vers la zone d'achat.



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

Nous avons vu le mois passé (voir notre revue mensuelle de mai), de façon théorique, combien l'horizon de placement constituait un critère pertinent, parmi d'autres, pour évaluer le degré de risque qu'un investisseur pouvait tolérer.

Nous voyons ce mois-ci, plus concrètement, comment l'horizon de placement peut affecter le choix entre nos quatre types de gestion. En particulier, nous pouvons estimer la durée minimum d'investissement nécessaire pour avoir l'assurance que le capital placé ne se déprécie pas en terme nominal si le pire des scénarios se réalisait (i.e. si le placement était effectué à la veille d'une correction persistante des marchés).

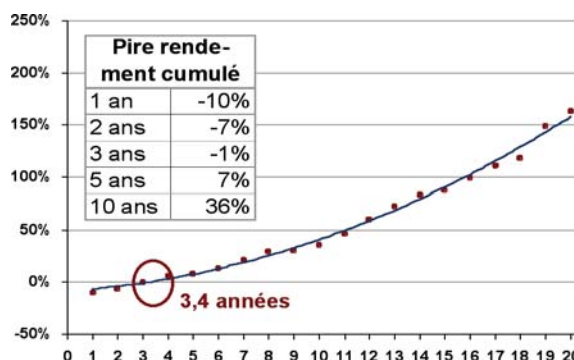
Pour ce faire, nous évaluerons l'évolution historique des marchés américains d'actions et de fonds d'Etat depuis le début des années soixante jusqu'à nos jours, période suffisamment longue pour comprendre différents accidents potentiels de marchés. Nous nous tournons naturellement vers les marchés américains, intégrés depuis plus longtemps que nos marchés européens et dès lors plus représentatifs de l'évolution potentielle future de placements diversifiés.

Sur la période sous revue, l'intervalle le plus long où le marché des actions n'a rien rapporté à son investisseur (compte non tenu des impôts et taxes éventuelles et des frais de conservation et de transaction) a duré 9 années et s'étend de l'automne 1965 à l'automne 1974. Durant cette période, le marché obligataire a rapporté un peu plus de 40% (soit 3,8% par an, en dehors de tous frais et fiscalité). Le marché des placements obligataires a connu ses heures les plus sombres à la fin de années septante : 3 années, entre le printemps 1977 et le printemps 1980, où l'investisseur obligataire n'a rien gagné alors que, pendant le même temps, l'investisseur en actions pouvait gagner plus de 20% (soit plus de 6% par an).

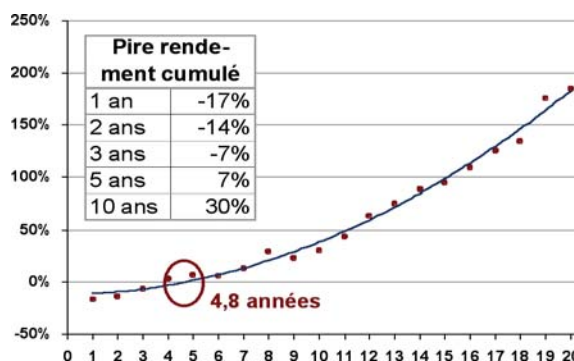
Dans les graphiques et tableaux ci-contre, vous trouverez le produit des simulations historiques pour chacun de nos quatre types de gestion si ceux-ci avaient été investis en tous temps selon leur allocation normative dans chacun des deux types de placements considérés (actions et obligations américaines). Ces observations ne tiennent toutefois pas compte d'une stratégie d'investissement active qui adapterait l'allocation des deux actifs en fonction du contexte plus ou moins favorable du moment. En outre, rappelons que si l'histoire peut constituer une bonne indication du futur, il s'agit ici essentiellement d'un exercice illustratif qui ne garantit rien pour l'avenir.

Concrètement, si vous souhaitez avoir l'assurance (pas la garantie) aujourd'hui que votre capital ne se sera pas déprécié dans 3, 5 ou 7 ans, quels que soient votre tolérance au risque et vos objectifs de placements, nous vous conseillons de ne pas opter pour un profil de risque supérieur à respectivement Baryton, Ténor ou Alto.

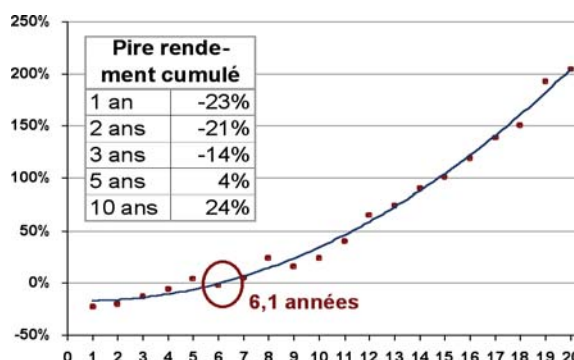
Baryton



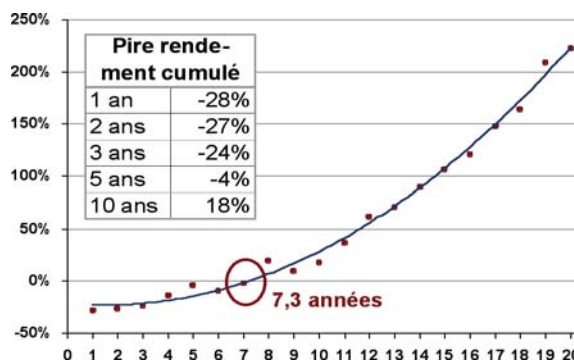
Ténor



Alto



Soprano



■ **Jeudi 14 juin 2007 :**
Inauguration de notre agence de Wavre

Langue : Français
 Lieu : Wavre
 Heure : 18h30
 Inscription : Agence de Wavre : - Mr Paul Stenuit - Tél : +32 10 48 80 11
 - Mr Jean Colard - Tél : +32 10 48 80 12
 - Mme Judith Gryson - Tél : +32 10 48 80 13

■ **Mardi 19 juin 2007 : Conférence**
La dématérialisation des titres au porteur en Belgique

Langue : Français
 Lieu : Tournai
 Heure : 19h
 Orateur : Olivier Leleux, administrateur délégué de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Tournai : - Mr Guy Verhaeghe - Tél : +32 69 64 69 01
 - Mme Claudine Thomassin - Tél : +32 69 64 69 02

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
– 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 91 90 70
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	– ST-AMAND St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– 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

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 25 mai 2007