

Edito

Alors que les mois de mai et de juin ont vu les marchés connaître un repli important, les opérateurs boursiers ont assisté fort heureusement durant cet été, et principalement durant le mois d'août, à une belle reprise des indices. Cette remontée des cours a porté le rendement du placement en actions depuis le début de l'année à 7,21% au niveau mondial, avec des percées remarquables dont notamment Euronext Bruxelles et son indice phare, le BEL 20, qui a enregistré une croissance de 9,54% depuis le 1^{er} janvier.

Après ce beau rebond, l'investisseur particulier se doit de rester prudent vis-à-vis des valeurs constituant son portefeuille et sélectif dans ses nouveaux investissements en actions. Une attitude prudente est par exemple l'utilisation des ordres stop loss. Ces ordres permettent d'enclencher automatiquement des ordres de vente en cas de recul significatif des marchés. Cette facilité, que notre Maison vous proposait auparavant sur les marchés d'Euronext et sur les marchés américains, est désormais également disponible sur le marché allemand (Xetra). D'autre part, vous trouverez dans les pages « analyses de valeurs » quelques exemples de valeurs susceptibles d'être achetées pour un placement à moyen terme et d'autres pour un placement plus spéculatif. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel qui se fera un plaisir de vous fournir les dernières informations de marché qui, j'en suis certain, ne manqueront pas de paraître après la rédaction de cette revue mensuelle.

L'autre événement marquant de l'été 2006 est sans nulle doute la remontée des taux d'intérêt courts qui s'est poursuivie en Europe, alors qu'elle a marqué un point d'arrêt aux Etats-Unis. Nous reviendrons plus amplement sur celle-ci dans notre rubrique Euro-Obligations. Ces hausses des taux, si elles permettent à l'investisseur particulier de placer son épargne de manière moins risquée à un taux plus intéressant qu'il y a quelque mois, contribuent cependant à donner une image négative du rendement obligataire dans les portefeuilles

convenablement diversifiés. En effet, toute hausse des taux d'intérêt se traduit mécaniquement par une diminution des cours des obligations sur le marché secondaire. Un portefeuille constitué par exemple à 50% d'obligations peut ainsi voir son rendement diminuer de quelques pourcents suite à la diminution de la valorisation des obligations qui le constituent, alors que dans la plupart des cas, l'investisseur souhaite conserver ses obligations en portefeuille jusqu'à l'échéance et récupérer ainsi 100% du capital placé. Il conviendra donc de nuancer les performances des obligations déjà acquises.

Se pose alors la question de la diversification d'un portefeuille vers d'autres types d'actifs financiers. Certaines statistiques laissent présager que la croissance de l'économie mondiale pourrait connaître dans les mois qui viennent un rythme moins soutenu, et par là, que la demande de matières premières pourrait également se contracter, engendrant un recul des prix des principales énergies et des principaux matériaux de base. L'investissement dans des produits structurés ayant comme sous-jacent des matières premières, tels que les mini-futures, les options ou les trackers sur matières premières, peut dès lors s'avérer plus risqué qu'auparavant. L'investisseur à la recherche de nouvelles idées pour la diversification de son portefeuille pourra plutôt s'inspirer d'une opération réalisée au mois d'août par notre département de gestion de fortune, à savoir l'acquisition d'une sicav d'obligations convertibles. Vous trouverez les informations nécessaires sur ces produits dans notre rubrique « Gestion de Fortune ».

Une fois de plus, toute notre équipe de chargés de clientèle se tient à votre disposition pour vous apporter assistance et expertise dans la réalisation de vos transactions boursières. Une permanence téléphonique est ainsi assurée du lundi au vendredi de 8h à 22h. Nous serons heureux de répondre à vos éventuelles questions.

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

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

466,54 +2,44%⁽¹⁾ ✓
+6,49%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.898,14 +2,42%⁽¹⁾ ✓
+9,54%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.116,99 +2,03%⁽¹⁾ ✓
+8,40%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

5.798,57 +2,28%⁽¹⁾ ✓
+7,46%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

5.864,80 -0,84%⁽¹⁾ ✗
+4,62%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

8.102,50 +2,02%⁽¹⁾ ✓
+6,84%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.498,87 +1,44%⁽¹⁾ ✓
+4,47%⁽²⁾ ✓

DJII (USA)

11.315,19 +0,86%⁽¹⁾ ✓
+5,26%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

2.139,38 +2,29%⁽¹⁾ ✓
-2,99%⁽²⁾ ✗

TS 300 (Canada)

12.138,13 +2,60%⁽¹⁾ ✓
+7,68%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

15.938,66 +3,12%⁽¹⁾ ✓
-1,07%⁽²⁾ ✗

MSCI World

1.348,52 +1,60%⁽¹⁾ ✓
+7,21%⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2005

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de EADS	6
	Analyse de Fortis	7
	Analyse de BPI	8
	Analyse de Philips	9
	Analyse de AGF	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)

0,78 +0,05%⁽¹⁾ 
 -7,69%⁽²⁾ 

GBP/EUR (G-B)

1,48 +1,11%⁽¹⁾ 
 +1,70%⁽²⁾ 

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,67 -2,26%⁽¹⁾ 
 -7,33%⁽²⁾ 

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -2,38%⁽¹⁾ 
 -0,72%⁽²⁾ 

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 +0,02%⁽¹⁾ 
 -0,02%⁽²⁾ 


CHF/EUR (Suisse)

0,63 -0,50%⁽¹⁾ 
 -1,52%⁽²⁾ 

AUD/EUR (Australie)

0,59 -1,27%⁽¹⁾ 
 -4,31%⁽²⁾ 

CAD/EUR (Canada)

0,71 +2,08%⁽¹⁾ 
 -2,73%⁽²⁾ 

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,55 +1,03%⁽¹⁾ 
 +3,06%⁽²⁾ 


PLN/EUR (Pologne)

0,25 -0,11%⁽¹⁾ 
 +5,05%⁽²⁾ 

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,36 -2,24%⁽¹⁾ 
 -10,12%⁽²⁾ 

SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,45%⁽¹⁾ 
 +1,70%⁽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

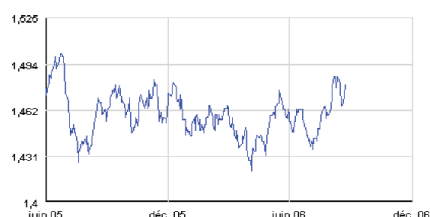
USD/EUR

La fin de la campagne de hausse des taux courts a comme prévu engendré une certaine volatilité du dollar. Si le déficit commercial se stabilise (voire se réduit) durant le prochain ralentissement économique, le dollar pourra reprendre des couleurs. Entre temps il devrait rester volatil.



GBP/EUR

L'économie britannique se maintient solidement. La banque centrale a augmenté ses taux jusqu'à 4,75%. Le différentiel de taux d'intérêt avec l'euro reste donc stable, tout comme, dans son sillage, le rapport de change de la livre en euro.



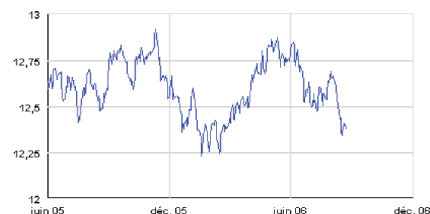
CHF/EUR

La Suisse et la zone euro ont des économies fortement intégrées. Leurs politiques monétaires convergent donc naturellement. D'où la faible volatilité du franc par rapport à l'euro.



NOK/EUR

La couronne norvégienne n'a été que faiblement influencée par l'évolution du prix du pétrole.



JPY/EUR

Le yen connaît une inflation très basse. Cela laisse penser au marché que la banque centrale n'augmentera ses taux que très progressivement. Le différentiel de taux d'intérêt entre le yen et l'euro reste donc largement à l'avantage de celui-ci.



AUD/EUR

Le dollar australien, très sensible au cycle des matières premières, s'est stabilisé ces derniers mois. La banque centrale australienne décidera bientôt d'une éventuelle hausse des taux. Alors que le marché de l'immobilier se refroidit, l'inflation reste haute (4%) et supérieure de 3% à la limite de la banque centrale.



Euro-Obligations

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

Comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé le loyer de l'argent à très court terme à deux reprises durant cet été : une première fois le 8 juin et une deuxième fois le 3 août, chaque fois de 0,25 points de pourcentage. Compte tenu du fait que la croissance de la masse monétaire reste, aux yeux de ses dirigeants, trop élevée, elle devrait encore procéder à quelques hausses des taux courts dans les mois à venir. Le marché s'attend désormais à ce que le taux de la BCE s'élève à 3,50% d'ici la fin de l'année, soit 0,50 points de pourcentage au dessus du taux actuel.

Le scénario est quelque peu différent aux Etats-Unis. Certes, la Réserve fédérale a encore relevé son principal taux d'un quart de point, à 5,25%, le 29 juin dernier. Elle a néanmoins marqué une pause lors de sa réunion du 8 août. Et les dernières statistiques relatives à l'évolution des prix, en particulier des biens intermédiaires, laissent présager que le processus de relèvement des taux courts en dollar est maintenant arrivé à son terme. Il est même fort probable que ceux-ci prennent une orientation baissière dans les prochains mois, dans le sillage d'un léger ralentissement de la croissance

économique et d'une détérioration des conditions du marché du travail.

Les taux à long terme (10 ans) se sont tendus durant l'été pour atteindre un nouveau sommet local à 4,14% en euro le 5 juillet, et à 5,24% en dollar le 28 juin. Ils se sont ensuite repliés de quelque 0,31 et 0,42 points de pourcentage pour atteindre dorénavant 3,83% et 4,82% en euro et en dollar respectivement. Comme les risques de dérapage inflationniste nous semblent limités, il est fort probable que les meilleures occasions de l'année pour engranger du papier obligataire en euro ou en dollar sont maintenant derrière nous, même si nous connaissons encore des sursauts d'ici la fin de l'année. Les chasseurs de rendement sans risque, tout en restant très sélectifs, ne devront dès lors pas se montrer trop gourmands.

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)

3,0340% +10,30 ⁽¹⁾ 
+87,00 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,8010% -18,20 ⁽¹⁾ 
+11,80 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

5,0800% -1,30 ⁽¹⁾ 
+285,80 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,7990% -23,10 ⁽¹⁾ 
+57,70 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	HypoBk in Essen	2,875%	17/08/2010	98,50	3,28%	Aaa
EUR	Citigroup	3,500%	05/08/2015	96,75	3,93%	Aa1
DKK	Findan	4,000%	06/08/2009	102,00	3,27%	A1
NOK	Rabobank	3,250%	01/03/2010	99,30	3,46%	Aaa
GBP	RWE	4,625%	17/08/2010	99,50	4,76%	A1
HUF	EBRD	0,000%	06/02/2009	84,00	7,36%	Aaa
USD	Amer. Express	3,625%	20/02/2009	97,80	4,57%	Aa3
CAD	BNG	4,000%	25/05/2011	100,70	3,83%	Aaa
AUD	GECC	5,750%	11/08/2010	99,10	6,01%	Aaa
NZD	EIB	6,000%	15/07/2009	98,75	6,51%	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

Alors que les indicateurs de la zone Euro continuent tranquillement leur ascension, les indicateurs nationaux d'Allemagne et de Belgique (comme nous le craignons) semblent avoir atteint leur sommet. En effet, après leur récent record, ils commencent à se replier. Comme ils agissent par anticipation (puisqu'on parle d'indicateur avancé), l'accélération économique que nous connaissons actuellement risque donc de faire long feu et un ralentissement est dès lors très probable en 2007. Il serait d'ailleurs logique que la zone Euro soit quelque peu affectée par le ralentissement américain.

La même évolution est observée quant aux attentes bénéficiaires des sociétés : jusqu'il y a quelques semaines, celles-ci augmentaient régulièrement, cependant depuis la publication des résultats du deuxième trimestre, les attentes bénéficiaires à venir diminuent légèrement.

L'inflation reste sous contrôle et ne devrait pas connaître d'accélération vu le contexte décrit ci-dessus. Si nous revenons sur les éléments susceptibles de menacer le scénario positif de la zone Euro, nous constatons que deux des éléments négatifs (hausse du protectionnisme et choc inflationniste) sont en passe de décroître. Par contre les dépenses des consommateurs restent faibles.

Mais sa chute devrait être ralentie par deux facteurs. Tout d'abord, les taux d'intérêt restent, pour l'instant du moins, supérieurs aux Etats-Unis qu'en Europe. Ensuite, le ralentissement économique attendu aux Etats-Unis devrait permettre de diminuer le déficit commercial américain, réduisant ainsi dans sa foulée le besoin d'une dépréciation du billet vert.

■ Japon

L'indicateur avancé a reculé avec la croissance économique qui s'élève à présent à 2%. Une baisse d'accroissement temporaire n'est pas anormale et est même bénéfique après la longue expansion (depuis 2002). C'est ce qui s'est passé fin 2004.

Les résultats de l'enquête trimestrielle Tankan ne montrent aucun signe de fatigue. Cet indicateur économique continue tranquillement sa progression

et se situe actuellement au même niveau que lors du boom économique à la fin des années 80.

Le Japon entre dans sa 5^{ème} année d'expansion économique. Un ralentissement de cette croissance en 2007, dû à la faiblesse de l'économie américaine semble réaliste.

■ Etats-Unis

La faiblesse du marché immobilier est accompagnée de deux autres indicateurs qui témoignent du ralentissement économique américain : l'indicateur avancé reprend sa baisse et la courbe des taux d'intérêts est négative.

En même temps, de bonnes nouvelles arrivent sur le front de l'inflation : tant les prix aux consommateurs que les prix aux producteurs se situent légèrement en dessous des prévisions.

Il est évidemment trop tôt pour en conclure que le risque d'une accélération de l'inflation est écarté. Mais cela prouve une fois encore l'existence de forces désinflationnistes structurelles : les entreprises peuvent difficilement répercuter la hausse du prix des matières premières sur les produits finis et comptent surtout sur leurs gains de productivité.

D'ailleurs, le prix des matières premières sera l'une des victimes d'un ralentissement de la croissance américaine et par conséquent un ralentissement de l'économie mondiale.

Cela devrait avoir un puissant effet désinflationniste de sorte qu'il y a de fortes chances pour que, comme il y a quelques années, le marché craigne à nouveau une déflation.

Dans ce contexte, il est donc normal que la Banque centrale américaine stabilise ses taux. Ben Bernanke espère que le ralentissement économique fera rapidement disparaître les risques d'inflation. Et n'oublions pas : la Fed a l'important rôle (contrairement à la BCE) d'atteindre un taux maximum d'emploi (sans tenir compte du chômage structurel). Au moindre signe d'une augmentation du chômage, la Fed n'hésitera pas à diminuer les taux. Or, les derniers résultats en date du chômage (4,8%) sont cependant légèrement supérieurs à ceux du mois dernier (4,6%).

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

Le récent rallye des marchés a été tiré par les valeurs défensives (Pharma et biens de consommation). La pression concurrentielle persistante et les mauvais résultats sont à l'origine de la piètre prestation du secteur des télécommunications.



■ Nikkei 225

Aucun secteur ne se distingue dans le marché japonais. Que ce soit pour les valeurs en baisse ou en hausse, il s'agit d'une sélection hétérogène d'actions (des secteurs industriel, financier et alimentaire). JGC Corp a connu une forte hausse grâce à l'acceptation d'un important projet dans le secteur du gaz au Qatar. Japan Airlines par contre, devient lanterne rouge suite à une augmentation de capital planifiée à un cours inférieur.



■ S & P 500

Comme en Europe, les valeurs défensives ont la cote. La meilleure prestation est attribuée à Electronic Arts qui a récupéré d'une forte baisse après un avertissement sur résultat en mai. Les valeurs cycliques anticipent déjà un ralentissement de la croissance et deviennent lanterne rouge.



■ FTSE 100

La meilleure prestation au sein des indices européens a été attribuée au britannique Tate & Lyle. Ses nouvelles opportunités de marché en Amérique du Nord ont contribué à l'augmentation de 28% du cours. Wolsely, fournisseur de matériaux de construction, a fortement souffert du ralentissement du marché immobilier américain. Ces trois derniers mois, le cours a baissé de 14,5%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel	55,0	54,7	01/09
EMU	Produit Intérieur Brut (PIB)	2,4%	2,4%	01/09
EMU	Ventes au détail	-	0,5%	05/09
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services	55,0	54,8	06/09
USA	Balance commerciale	-	-\$64,8	06/09
JAP	Décision de la banque du Japon sur les taux d'intérêt	-	0,25%	08/09
JAP	Indicateur de la confiance des consommateurs	-	48,6	12/09
USA	Ventes au détail (sans l'automobile)	-	1,0%	14/09
USA	Indicateurs de prix à la consommation (sans l'énergie et l'alimentation)	-	0,2%	15/09
EMU	Indice des prix à la consommation	-	-0,1%	15/09
USA	Décision de la Fed sur les taux d'intérêt	5,25%	5,25%	20/09
JAP	Indice des prix à la consommation (sans l'alimentation)	0,5%	0,2%	29/09

Analyses de valeurs

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

■ EADS (EAD - Euronext Paris) - Biens d'équipement - 22,35 EUR

■ Profil

EADS (European Aeronautic, Defence and Space Company) est le plus gros producteur d'avions commerciaux au monde.

Un noyau d'actionnaires stables (dont l'Etat français et Daimler-Chrysler) contrôle presque 66% du capital. Le groupe EADS compte 111.000 employés.

Le chiffre d'affaires en 2005 se répartissait comme suit :

■ Avions de commerce (Airbus) :	64%
■ Systèmes de défense :	21%
■ Aérospatial :	8%
■ Autres:	7%

79% du bénéfice opérationnel (EUR 2,4 milliards) ont été réalisés par la division Airbus.

■ Résultats et perspectives

Les résultats publiés pour le 2^{ème} trimestre n'étaient pas bons : le bénéfice net a été pénalisé par une augmentation de 14% des coûts en recherche et développement. Il a diminué de 9,4% jusqu'à atteindre EUR 527 millions, alors que le chiffre d'affaires a augmenté de 10% pour atteindre EUR 9,9 milliards.

Dans les années à venir, cette augmentation de coûts en recherche et développement va probablement peser sur la rentabilité. Les problèmes de production de l'A380 et l'entière révision des plans pour le nouveau A350 vont également contribuer à l'augmentation des coûts. Vu le planning de production étroit du nouvel avion de transport militaire A400M, un souci (i.e. un retard) n'est pas exclu de ce côté-là non plus. Pour l'instant, Airbus mène un audit.

La nouvelle direction a baissé ses attentes bénéficiaires pour la deuxième fois depuis juin. Le bénéfice opérationnel brut attendu de EUR 3,2 milliards en 2006 ne tient pas encore compte d'éventuels nouveaux ralentissements dans la production de l'A380. Les clients pourraient également réclamer des dommages et intérêts si ils doivent attendre trop longtemps leurs A380. De plus, Airbus devra prendre en charge les frais de production supplémentaires pour les A350 déjà commandés.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont été revues à la baisse ces 4 dernières semaines (resp. 5% et 1%).



■ Notre opinion

Suite à une légère baisse suivie d'un tout aussi léger rebond, le moment semble venu pour vendre EADS. La panique en juin, au moment de l'annonce des retards de production de l'A380 n'était pas justifiée. Les investisseurs qui ont acheté sur base des recommandations de notre revue mensuelle de juin 2005 (EUR 23,13), subissent une perte de 3,4%. Il est préférable de limiter la perte potentielle. Les traders par contre vont profiter de la grande volatilité causée par l'actuelle incertitude. Sans nouvelle mauvaise surprise (e.g : perte de subsides, dommages et intérêts onéreux, etc.), un achat sous EUR 20 semble une bonne idée. Nous attendons une nouvelle communication de la société prévue en octobre.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	19,0 EUR
Valeur actif net tangible :	3,4 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	10,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	9,3
Rendement brut du dividende :	2,9%
Endettement :	37%
Prochains résultats :	8 Novembre

■ Analyse technique

Le graphique MACD à court terme a généré un signal d'achat le 22/8. Les bandes de Bollinger sont éloignées de 7,6%. Il est encore trop tôt pour un achat de trading.

Fortis (FORB - Euronext Bruxelles) - Services financiers - 29,67 EUR

Profil

Fortis est un fournisseur intégré de services financiers actif dans la banque et l'assurance. Le groupe propose à des clients particuliers, d'affaires et institutionnels un large éventail de produits et de services, que ce soit par ses propres canaux de distribution ou en collaboration avec des intermédiaires (distribution multi-canaux).

Son bénéfice net au premier semestre 2006 se répartit entre :

■ Banque Retail :	24%
■ Banque Commerciale :	35%
■ Gestion de fortune :	15%
■ Assurance aux Pays-Bas :	12%
■ Assurance en Belgique :	10%
■ Assurance à l'international :	4%

Résultats et perspectives

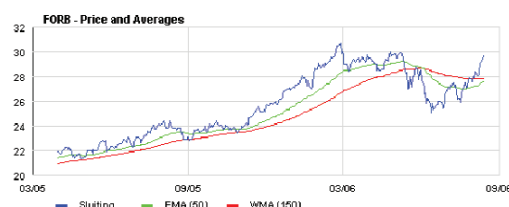
Les résultats de ce premier semestre ont largement dépassé les prévisions : le bénéfice net avant les plus-values sur la vente d'actifs a augmenté de 29% pour atteindre EUR 2,7 milliards, alors que les prévisions tablaient sur EUR 2,3 milliards.

Cette progression est principalement due à la division banque, la plus importante activité de Fortis. Le bénéfice net y a augmenté de 36% pour atteindre EUR 2,1 milliards. Cette progression est essentiellement due à un bon contrôle des coûts et à une forte croissance du chiffre d'affaires (22%). Celui-ci s'est élevé à EUR 5,6 milliards. 3/4 de sa progression sont à mettre au compte des marges d'intérêt et des commissions. A 16,5%, la croissance organique du chiffre d'affaires témoigne également de la bonne qualité des résultats, alors que la croissance organique des coûts s'est limitée à 8,7%.

Le département assurances, a progressé de façon mitigée avec une augmentation du bénéfice net de 5% pour atteindre 720 millions d'euros. Le problème se situe principalement au niveau des activités « Non Vie », où le bénéfice diminue de 9% et annule presque l'augmentation de 14% de l'activité « Assurance Vie ».

Au vu des bons résultats, Fortis s'attend à ce que ses attentes bénéficiaires actuelles (10% de croissance annuelle du bénéfice par action entre 2006 et 2009) soient trop basses. En mars prochain, le groupe fera connaître ses nouveaux objectifs (plus élevés).

Les prévisions bénéficiaires moyennes ont progressé ces 4 dernières semaines de 1,3% (2006) et 2,7% (2007).



Notre opinion

Les bons résultats de Fortis prouvent que la plus importante partie du groupe (Fortis Banque) est sur la bonne voie. Malheureusement, la section assurance « Non Vie » reste à la traîne.

La direction va augmenter ses objectifs en mars 2007. Nous supposons qu'ils attendent jusque là pour pouvoir tenir compte de la croissance économique européenne à venir.

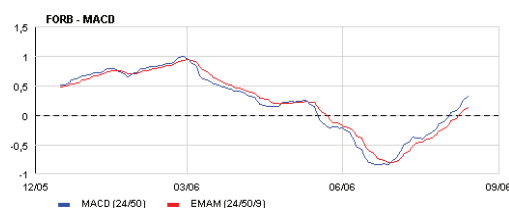
Vu la progression positive du bénéfice et le rendement sur dividende intéressant, nous sommes acheteurs pour le moyen et long terme au cours de EUR 30.

Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	13,3 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	10,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	10,0
Rendement brut du dividende :	4,1%
Prochains résultats :	9 Novembre

Analyse technique

Le 4 août, le graphique MACD a généré un signal d'achat. Pour l'instant l'indicateur RSI se situe juste dans la zone de sur-achat, ce qui peut annoncer une pause temporaire dans la hausse du cours.



Banca Popolare Italiana (BPI - Milan) - Banques - 9,73 EUR

Profil

Les origines de la Banca Popolare Italiana (BPI, précédemment Banca Popolare di Lodi) remontent à 1864. La plus vieille banque coopérative d'Italie avait comme fonction le développement économique de sa région (Lodi en Italie du nord). Après une croissance progressive et plusieurs reprises, le groupe compte aujourd'hui près de 1.000 agences dans toute l'Italie. Selon son total bilantaire (52 milliards d'euros), elle est actuellement la 9ème plus grande banque italienne. Elle compte 8.600 employés.

Résultats et perspectives

Sous la direction du nouveau PDG engagé en février, la BPI a commencé sa réorganisation :

- Mi-juillet, une augmentation de capital de près de EUR 700 millions a été réalisée (des fonds propres plus élevés réduisent le coût financier).
- En avril, il a été décidé d'acheter les deux filiales cotées en bourse (Bipielle et Reti) via un échange d'actions (opération qui devrait aboutir d'ici fin 2006).

Les résultats de ce premier semestre laisse apparaître une première amélioration. Les commissions nettes et autres revenus ont augmenté de 15% et les coûts opérationnels ont baissé de 2%. Les emprunts hypothécaires et crédits à la consommation ont connu une forte hausse (respectivement 26% et 23%).

BPI souhaite principalement axer sa croissance sur le crédit à la consommation et tente de tirer une leçon de son mauvais portefeuille crédit aux entreprises : elle ambitionne d'augmenter ses crédits aux consommateurs de 25% par an contre une plus faible augmentation de l'ordre de 10% pour les crédits aux entreprises d'ici 2009.

Cette évolution positive ne se reflète pas encore dans le bénéfice net. Suite à une hausse des coûts financiers (BPI a émis un emprunt obligataire pour renforcer ses liquidités après les grosses pertes de 2005), la marge bénéficiaire a dès lors diminué de 16%. Seules les provisions basses (en 2005, EUR 30 millions provisionnés dans l'affaire Parmalat), ont permis au bénéfice net sans plus-value de vendre des actifs au premier trimestre avec une augmentation de presque 60% pour atteindre EUR 48,2 millions.

Le cours est à présent surtout influencé par les rumeurs de reprise. Les observateurs de marché donnent le plus de chance à la Banca Popolare di

Milano et à la Banca Popolare di Verona de mettre la main sur BPI.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont diminué d'environ 1% durant le mois écoulé.



Notre opinion

BPI trouvera probablement un partenaire plus vite que prévu. Il est toujours difficile d'estimer à l'avance le prix de reprise. En nous basant sur les rumeurs actuelles (de 11 à 12 EUR par action), nous obtenons un Cours/Valeur comptable de 2, ce qui est raisonnable pour une fusion bancaire. Puisqu'une partie du prix sera probablement payée en actions, le cours final devrait se situer légèrement sous cette fourchette de prix.

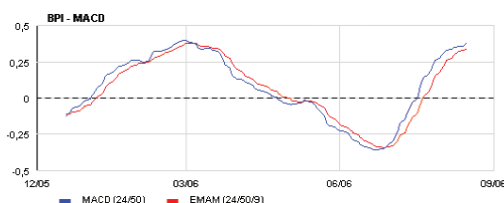
BPI est à conserver et vaut un achat spéculatif sous EUR 9,5.

Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	5,8 EUR
Valeur actif net tangible :	1,6 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	29,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	21,4
Rendement brut du dividende :	0,0%
Prochains résultats :	Septembre

Analyse technique

Le 19 juillet, le MACD a généré un signal d'achat qui n'est pas encore d'actualité. Le graphique RSI se situe vraiment dans la zone de sur-achat de sorte qu'une légère baisse du cours est possible.



■ Philips (PHIA - Euronext Amsterdam) - Biens de consommation durables - 26,31 EUR

■ Profil

Philips, le plus grand producteur d'électronique en Europe, est principalement actif dans l'appareillage médical, les rasoirs électriques, l'électroménager et l'éclairage. Le groupe compte 159.000 employés.

Le chiffre d'affaires au deuxième trimestre 2006 se répartit comme suit (EUR 7,6 milliards) :

■ Systèmes médicaux :	21%
■ Electroménager :	8%
■ Produits pour le consommateur :	33%
■ Eclairage :	17%
■ Semi-conducteurs :	16%
■ Autres :	5%

■ Résultats et perspectives

Les résultats du second trimestre 2006 ont été légèrement meilleurs que prévu. Le chiffre s'est élevé à EUR 7,6 milliards (avec une croissance organique de 11 %) et le bénéfice opérationnel brut à EUR 367 millions. La marge bénéficiaire atteint donc 4,8%.

Les bons résultats cachent cependant une moins bonne période pour la section « Produits pour le consommateur » : malgré une hausse du chiffre d'affaires de 17%, la marge opérationnelle bénéficiaire brute est passée de 2,7% à 1,8%. Les prévisions pour le troisième trimestre sont également moins bonnes, car on attend un ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires des écrans LCD. Les marges resteront également très basses vu la concurrence sévère et les nombreuses contraintes.

Le groupe va progressivement diminuer sa présence dans la production d'écrans LCD.

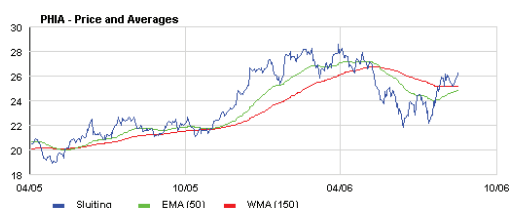
Récemment Philips a annoncé le rachat de 80,1% de sa division « Semi-conducteurs » par un groupe d'investisseurs privés pour EUR 6,4 milliards en cash. Cette transaction permet à Philips de se sortir à bon compte d'une activité cyclique et gourmande en capital.

Les autres activités, moins cycliques (Systèmes médicaux, Electroménager et Eclairage), ont presté correctement avec une croissance organique de leur chiffre d'affaires global d'environ 6%.

Philips estime que dans l'ensemble, la croissance en 2006 a été plus rapide que prévu (5% à 6% de croissance autonome du chiffre d'affaires), mais laisse cependant inchangé son pronostic de

bénéfice avec une marge brute entre 7% et 8% (vu la moins bonne évolution des « Produits pour le consommateur »).

Les attentes bénéficiaires moyennes ont chuté ce dernier mois de respectivement 10% (2006) et 6% (2007). La vente proche de la division « Semi-conducteurs » entraîne une diminution du bénéfice estimé.



■ Notre opinion

Philips est en pleine transformation vers un groupe plus stable et moins cyclique. En effet, la vente de la division « Semi-conducteurs » et le retrait prochain de la production de LCD, Philips souhaite développer sa division « Systèmes médicaux ». Ce département est déjà le plus gros moteur de gains avec 31% des bénéfices opérationnels bruts du groupe.

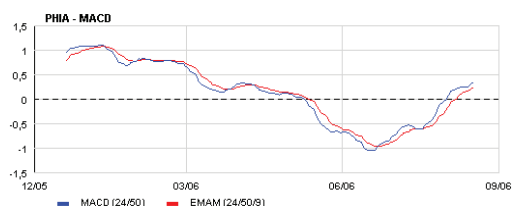
Au cours actuel, Philips est valable comme placement à moyen terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	16,81 EUR
Valeur actif net tangible :	9,6 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,6
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	22,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	15,9
Rendement brut du dividende :	1,7%
Endettement :	26%
Prochains résultats :	16 Octobre

■ Analyse technique

Le MACD a généré un signal d'achat le 2 août, confirmé par les Stochastiques le 15 août.



■ AGF (AGF - Euronext Paris) - Assurances - 97,55 EUR

■ Profil

AGF est un groupe d'assurance français avec plus de EUR 100 milliards en gestion. Il réalise 40% de son chiffre d'affaires hors de la France et compte plus de 30.000 employés.

Allianz contrôle 58% du capital.

En 2005, le chiffre d'affaires se répartissait comme suit (EUR 17,3 milliards) :

■ Assurances matériel :	38%
■ Assurances des personnes :	45%
■ Assurances des crédits :	12%
■ Autres :	5%

■ Résultats et perspectives

Les derniers résultats, peu détaillés, du 1er semestre étaient très bons et dépassaient les prévisions. Le bénéfice net a augmenté de 33% pour atteindre EUR 1 milliard là où les analystes attendaient environ EUR 815 millions.

Le bénéfice opérationnel brut pour les plus-values a augmenté considérablement de, 29%, pour atteindre EUR 967 millions. Le chiffre d'affaires a augmenté à son tour de 6% pour atteindre EUR 9,8 milliards.

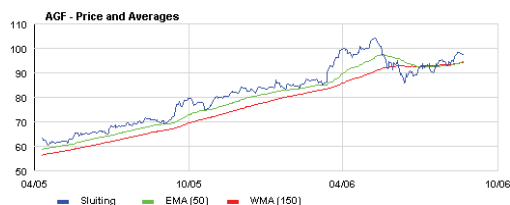
On note surtout de bons résultats dans le secteur « Assurances vie » français où le chiffre d'affaires a augmenté de 15%. Tous les assureurs et banques français ont pu profiter dans la première partie de l'année d'un changement de la loi fiscale permettant aux épargnants de placer les bénéfices de leurs plans d'épargne à l'habitation dans des produits fiscalement plus intéressants, notamment les assurances vie.

Le chiffre d'affaires de la division « Assurance crédit » (Euler Hermes) par contre n'a que légèrement augmenté (1,5%) pour atteindre EUR 1 milliard.

Le département français des « Assurances matériel » a, quant à lui, déçu avec sa légère baisse de chiffre d'affaires de -1,5% qui l'a amené à EUR 2,2 milliards.

Vu les bons résultats, AGF est sur la bonne voie pour atteindre ses objectifs d'accroissement annuel de 10% dans la branche « Assurance Vie ». Le groupe va augmenter la part du bénéfice versé aux actionnaires de 40% à 50%. Les dividendes vont donc croître plus vite que le bénéfice.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont augmenté d'environ 4% durant le mois écoulé.



■ Notre opinion

La direction d'AGF a déjà fait savoir que la bonne tendance de la première moitié de l'année se poursuivra pendant le troisième trimestre. Le cours a connu une progression uniforme. La cotation reste raisonnable. De temps à autres on assiste à des spéculations de buy out des actionnaires minoritaires par Allianz au cours courant. Allianz a assez d'espace pour payer une belle prime de reprise.

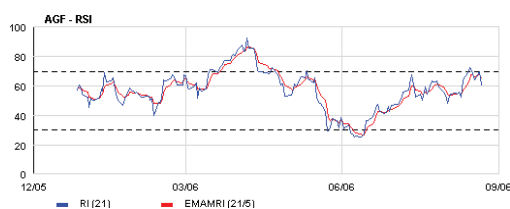
Au cours actuel, nous misons sur un achat pour le moyen ou long terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	51,3
Valeur actif net tangible :	44,6
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	10,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	10,1
Rendement brut du dividende :	3,7%
Endettement :	38%
Prochains résultats :	20 Septembre

■ Analyse technique

Le graphique MACD a généré un signal d'achat à moyen terme le 28/7. Malgré une forte baisse ces dernières semaines, l'indicateur RSI se trouve encore sous la zone de sur-achat. La tendance positive peut donc se poursuivre.



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 commencé à construire une position en obligations convertibles pour les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion de fortune. En effet, les obligations convertibles (à ne pas confondre avec ce qui fut appelé un temps les "reverse convertibles") contribuent à améliorer la diversification des investissements et ainsi à réduire la volatilité d'un portefeuille.

Pour rappel, une obligation convertible donne le droit à son détenteur de convertir, à tout moment de la vie de l'obligation, le nominal de celle-ci en un nombre prédéterminé d'actions d'une société donnée (la société émettrice de l'obligation ou une société tierce). A son échéance, son détenteur aura le choix de se faire rembourser le nominal de l'obligation en espèces ou en titres, selon les mêmes modalités de conversion que celles prévalant avant cette échéance.

Si, comme toute obligation traditionnelle, les obligations convertibles sont sensibles à la qualité de leur émetteur et à l'évolution des taux d'intérêt, elles sont surtout sensibles à l'évolution du cours de leur action sous-jacente. Et leur principal attrait réside dans la convexité de leur comportement face à celle-ci.

En français : plus l'action sous-jacente s'apprécie, plus la valeur de l'obligation convertible accompagne cette hausse, partiellement dans un premier temps, puis pleinement si l'action sous-jacente croît fortement. Par contre, plus l'action sous-jacente se déprécie, moins la valeur de l'obligation convertible accompagne cette baisse. A la limite, et pour autant que la solvabilité de l'émetteur de l'obligation convertible ne fléchisse pas, celle-ci devient insensible à toute baisse supplémentaire de l'action sous-jacente.

Pour le comprendre, considérons l'exemple suivant : une obligation convertible donne le droit à son détenteur de convertir un nominal de € 1.000 en 10 actions d'une société Azerty & Co, qui valent aujourd'hui chacune € 80. Admettons qu'à l'approche de l'échéance de l'obligation, l'action Azerty & Co se soit appréciée de 100% pour atteindre € 160. Puisque le détenteur de l'obligation a le droit de convertir celle-ci en 10 actions qui valent chacune € 160, la valeur de l'obligation en question sera forcément proche de € 1.600. Admettons qu'au contraire, l'action Azerty & Co se soit dépréciée de 50% pour atteindre € 40. L'obligation ne vaudra pas beaucoup moins que € 1.000 puisque son détenteur pourra obtenir, à son échéance, le remboursement en espèces du nominal investi (pour autant bien sûr que la société émettrice soit toujours en mesure d'honorer ses engagements).

On peut donc s'attendre, dans les faits, à ce que les obligations convertibles accompagnent, au moins

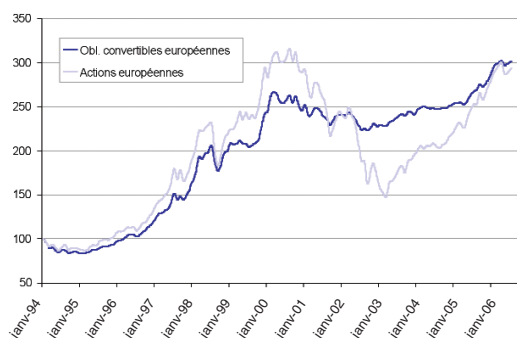
partiellement, les marchés boursiers haussiers, mais amortissent les marchés baissiers.

Il ressort d'une comparaison de l'évolution, en Europe, du marché des obligations convertibles et des bourses durant ces 12,5 dernières années (i.e. de janvier 1994 à juillet 2006) les principales observations suivantes (voir le tableau et le graphique). Les obligations convertibles ont subi une volatilité sensiblement inférieure à celle des actions. Elles ont également nettement amorti les krachs boursiers. De façon un peu moins attendue, elles ont généré, durant la période sous revue, un rendement équivalent à celui des actions. Cette bonne performance s'explique vraisemblablement par la persistance de tendances boursières vigoureuses durant la décennie écoulée, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Pour des raisons de diversification, mais aussi parce que les obligations convertibles sont relativement peu liquides (i.e. l'obtention d'un prix correct requiert de traiter des montants importants) et nécessitent une expertise particulière, nous avons opté, en gestion de fortune, pour un investissement collectif diversifié pour aborder ce type de placement.

Si vous avez confié votre portefeuille aux soins de notre département de gestion de fortune, vous aurez constaté dans votre rapport de gestion périodique ou dans vos bordereaux, l'achat d'une sicav d'obligations convertibles européennes. Cette sicav n'est pas commercialisable en Belgique. Toutefois, votre chargé de clientèle habituel peut vous fournir davantage d'informations sur cet investissement que nous avons réalisé pour vous ainsi que tout renseignement complémentaire que vous souhaiteriez obtenir sur notre service de gestion de fortune.

	Obl. convertibles européennes	Actions européennes
Rendement annuel	9,2%	9,0%
Volatilité (écart-type)	14,4%	21,7%
Meilleur rendement s/ 12 mois	49,8%	64,5%
Moins bon rendement s/ 12 mois	-16,7%	-40,7%



■ **Mardi 19 septembre 2006**

Investir via les Trackers : de la théorie à la pratique

Langue : Français
 Lieu : La Louvière
 Heure : 19h
 Orateur : Monsieur Pietro Aversano, Euronext
 Monsieur Olivier Leleux, Administrateur délégué
 Inscriptions : Agence de La Louvière
 Mme Murielle Hellebosch - Tel : 064/43.34.40
 Mr Pino Dentamaro - Tel : 064/43.34.40

■ **Jeudi 21 septembre 2006**

Investir via les Trackers : de la théorie à la pratique

Langue : Français
 Lieu : Namur
 Heure : 19h
 Orateur : Monsieur Pietro Aversano, Euronext
 Monsieur Olivier Leleux, Administrateur délégué
 Inscriptions : Agence de Namur - Tel : 081/71.91.00
 Mr Frédéric Baivy

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

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 31 août 2006