

## Edito

Cinq millions d'euros : c'est la somme versée par les services secrets allemands à un informateur pour obtenir des données bancaires du Liechtenstein, paradis fiscal entre la Suisse et l'Autriche, révélant des auteurs de fraude fiscale en Allemagne. Les autorités allemandes ont ainsi confirmé à la mi-février avoir réussi à contourner le secret bancaire du Liechtenstein en achetant à un informateur des données bancaires qui ont conduit à l'ouverture d'une enquête sur une affaire de fraude fiscale de grande ampleur. La justice soupçonne plusieurs centaines de riches contribuables d'avoir cherché à échapper au fisc via des fondations établies au Liechtenstein. Le montant de la fraude pourrait atteindre 3 à 4 milliards d'euros.

Déclenchant l'ire des autorités allemandes, cette gigantesque fraude fiscale fait trembler les paradis fiscaux et bancaires installés au cœur de l'Europe. A Bruxelles, les fonctionnaires européens spécialisés dans la lutte contre la fraude fiscale se frottent les mains. A défaut d'harmonisation fiscale sur l'Épargne, la chancelière Angela Merkel exige plus de «transparence» de la part des États comme le Liechtenstein, paradis fiscal doublé d'un paradis bancaire, niché au cœur du continent européen, inscrit sur la liste noire des pays de l'OCDE aux côtés d'Andorre et de Monaco. «Ce scandale va augmenter la pression politique en Europe sur le Liechtenstein et indirectement sur la Suisse pour une plus grande coopération fiscale», se félicite un haut fonctionnaire européen. Le sujet a d'ailleurs été inscrit à la prochaine réunion des ministres de l'Économie et des Finances à Bruxelles. «Je suppose qu'il y aura un débat sur les règles de taxation des intérêts», a indiqué le premier ministre luxembourgeois, Jean-Claude Juncker. À cette occasion, la Commission européenne espère pouvoir durcir sa directive de 2002 sur la fiscalité de l'épargne, le seul texte de loi européen qui est parvenu à lever un coin du voile du secret bancaire suisse.

Parce qu'elle donne un premier coup de butoir au secret bancaire notamment en Suisse, cette directive européenne panique les banquiers helvétiques. Elle s'ajoute ainsi à plusieurs directives antiblanchiment, de plus en plus strictes depuis les attentats du 11 septembre 2001. En conséquence de ce nouveau cadre réglementaire, les banques dans toute l'Union

européenne (et même en dehors) refusent les dépôts en espèces et les dépôts de titres en vif si ceux-ci ne sont pas justifiés par des documents prouvant leur origine licite. De même, les institutions financières sont de plus en plus vigilantes sur les détenteurs de comptes numérotés. «Face à une commission rogatoire internationale d'un juge, le secret bancaire saute même en Suisse», insiste un magistrat helvétique.

Comme vous le savez, la Belgique, l'Autriche et le Luxembourg bénéficient d'une dérogation par rapport à la communication systématique de l'identité des résidents européens qui perçoivent des intérêts sur leur territoire respectif. L'alinéa 2 de l'article 10 de la directive prévoit cependant que ce régime transitoire disparaîtra dès que la Suisse, le Liechtenstein, la République de Saint-Marin, Monaco et Andorre auront signé un accord avec l'Union européenne prévoyant un échange similaire d'informations. A ce jour, le Liechtenstein est un des derniers États n'ayant pas signé de pareil accord avec l'Union européenne.

L'Allemagne cherche visiblement à faire pression sur son petit voisin. Berlin envisagerait ainsi de bloquer l'entrée du Liechtenstein dans l'espace sans frontière Schengen si la principauté refusait de coopérer avec l'Union européenne et de signer l'accord prévu par la directive européenne. Si le Liechtenstein devait dès lors signer cet accord (et l'on envisage mal comment la petite principauté pourrait résister longtemps face à la République fédérale allemande), cela signifierait en pratique la fin du régime transitoire de la directive sur l'Épargne au 1<sup>er</sup> janvier 2009, ce qui signifierait que toutes les informations concernant les intérêts perçus sur des avoirs de résidents belges placés au Luxembourg, en Autriche, en Suisse ou dans un autre paradis fiscal européen seraient alors automatiquement communiquées au fisc belge. Comme le disait Warren Buffet, c'est quand la mer se retire que l'on voit ceux qui nageaient sans maillot.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter au nom du conseil d'administration de Leleux Associated Brokers et de tous nos collaborateurs une excellente lecture de votre Revue Mensuelle.

<b>Sommaire</b>	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Inbev	6
	Analyse de Aedifica	7
	Analyse de Dexia	8
	Analyse de PPR	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	A la découverte de votre société de bourse	11
	Agenda	12

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



### Les chiffres clés du mois

#### AEX 25 (Pays-Bas)

448,98 +2,3%<sup>(1)</sup> ↗  
-12,9%<sup>(2)</sup> ↘

#### BEL 20 (Belgique)

3 759,31 +3,5%<sup>(1)</sup> ↗  
-8,9%<sup>(2)</sup> ↘

#### CAC 40 (France)

4 837,94 -0,8%<sup>(1)</sup> ↘  
-13,8%<sup>(2)</sup> ↘

#### DAX (Allemagne)

6 836,00 +0,3%<sup>(1)</sup> ↗  
-15,3%<sup>(2)</sup> ↘

#### FTSE (G-B)

5 947,20 +1,3%<sup>(1)</sup> ↗  
-7,9%<sup>(2)</sup> ↘

#### SMI (Suisse)

7 594,93 -1,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-10,5%<sup>(2)</sup> ↘

#### DJ Stoxx 50 (Europe)

3 218,13 -0,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-12,6%<sup>(2)</sup> ↘

#### DJII (USA)

12 582,18 +3,1%<sup>(1)</sup> ↗  
-5,1%<sup>(2)</sup> ↘

#### NASDAQ (USA)

2 331,57 +0,2%<sup>(1)</sup> ↗  
-12,1%<sup>(2)</sup> ↘

#### TS 300 (Canada)

13 873,89 +7,6%<sup>(1)</sup> ↗  
+0,3%<sup>(2)</sup> ↗

#### NIKKEI (Japon)

13 603,02 -0,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-11,1%<sup>(2)</sup> ↘

#### MSCI World

1 485,42 +3,2%<sup>(1)</sup> ↗  
-6,5%<sup>(2)</sup> ↘

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2007

NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

## ■ Union économique et monétaire (UEM)

Une période de croissance économique plus lente a débuté.

La baisse de la confiance économique au sein de la zone euro se reflète de plus en plus dans les estimations de la croissance économique attendue pour 2008. La Commission européenne a notamment de nouveau réduit ses prévisions de croissance, qui passe cette fois de 2,2% à 1,8%.

Les mauvais chiffres macroéconomiques enregistrés récemment par l'économie américaine ont à nouveau rendu les marchés des changes plus pessimistes en ce qui concerne l'évolution du dollar américain. Le marché s'attend à des baisses de taux encore plus importantes qu'auparavant et part du principe que le niveau de 2% sera atteint pour cet été. Ceci a fait sortir le dollar de son "trading range", ce qui a permis à l'euro d'atteindre de nouveaux taux record. Cette évolution nous renforce dans la conviction que la Banque centrale européenne baissera tôt ou tard ses taux afin de réduire un peu la pression des taux de change. Il ne reste plus qu'à attendre quelques nouvelles positives sur le front de l'inflation, ce qui ne sera pas facile à court terme, vu la forte augmentation des prix de nombreux produits agricoles.

## ■ Etats-Unis d'Amérique (USA)

Les principaux indicateurs macroéconomiques poursuivent leur baisse et se trouvent à présent au niveau de la récession. Cela vaut essentiellement pour l'indicateur du sentiment des directeurs des achats dans le secteur des services, qui a connu sa plus grande baisse depuis l'enregistrement de ces statistiques (1997). Etant donné que le secteur des services représente la part du lion de l'économie américaine, ceci offre de mauvaises perspectives à l'économie. La situation de l'indicateur de premier plan a continué à empirer, mais de manière très progressive. La confiance des consommateurs, un indicateur à valeur prédictive limitée qui reflète plutôt la situation actuelle, s'est également détériorée.

Le marché immobilier ne connaît toujours aucune amélioration. Au contraire, dans les 20 plus grandes villes, les prix des maisons ont baissé de 9,1% en moyenne en décembre sur une base annuelle. Seules 3 villes tiennent bon (Charlotte, Portland et Seattle). Les plus fortes baisses ont été enregistrées dans le sud-ouest et dans le sud-est. Il convient certes de relativiser cette situation puisque depuis 1997, le prix des maisons aux USA a doublé sur une base réelle (i.e. correction faite pour l'inflation), ce qui

représente une hausse annuelle de 8%. D'un autre côté, cela signifie qu'il existe encore pas mal de risques baissiers, étant donné qu'une augmentation annuelle de cet ordre est très élevée pour une classe d'actifs - en principe - peu risquée comme l'immobilier résidentiel.

Le seul point positif est la stabilisation provisoire, depuis deux mois, du sentiment des professionnels sur le marché immobilier.

Entre-temps, on travaille dur dans les coulisses afin de résoudre l'aspect technique et financier de la crise actuelle ou d'en limiter à tout le moins les conséquences. L'œil du cyclone touche actuellement les assureurs de crédits, qui risquent de perdre leur rating (AAA) le plus élevé, s'ils n'injectent pas des capitaux frais. En effet, suite à la forte augmentation des défauts de paiement des emprunts hypothécaires titrisés qu'ils assurent<sup>1</sup>, les pertes subies par les assureurs de crédits ont connu une trop forte augmentation et leur crédit, une baisse trop importante. Par conséquent, les obligations municipales qu'ils assurent risquaient de perdre leur rating record. Cette situation devrait obliger bon nombre d'investisseurs dans ces obligations à vendre puisque certains d'entre eux ne peuvent détenir que des obligations de qualité supérieure. Cette vente forcée devrait entraîner, à son tour, des cours obligataires artificiellement bas et une réaction en chaîne de dépréciations avec des conséquences potentiellement catastrophiques pour les ratios de liquidité de certaines banques.

Récemment, un assureur de crédit important (Ambac) a annoncé qu'il allait pratiquer une augmentation de capital à concurrence de 3 milliards de dollars. Celle-ci devrait lui permettre de conserver son rating record AAA, tout comme les obligations qu'il assure.

Pourtant, cette première bonne démarche ne nous semble pas suffire, puisqu'un véritable prix plancher ne sera fixé que si les prix des maisons cessent de varier et que l'économie américaine se stabilise un peu. Dès lors, les défauts de paiement pourront diminuer et donc empêcher la valeur intrinsèque des emprunts hypothécaires titrisés de baisser. Etant donné la surestimation de l'immobilier résidentiel américain, les risques sont donc grands que les assureurs de crédits subissent encore davantage de pertes et doivent lever des capitaux frais. A suivre donc.

<sup>1</sup> Quelques grands assureurs de crédits s'étaient diversifiés (contrairement à FSA, la filiale américaine de Dexia) au cours des dernières années dans l'assurance d'emprunts hypothécaires lucratifs, mais plus risqués. Ils ne se sont donc pas limités à leur activité historique de base, à savoir l'assurance d'obligations d'Etat communales et régionales.

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

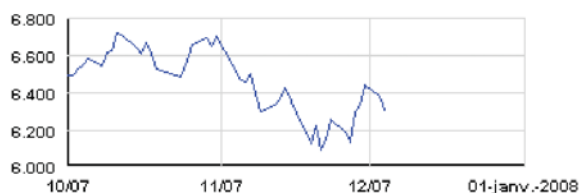
## DJ Euro Stoxx 50

L'annonce du rachat de 25 millions d'actions propres et la publication de résultats annuels conformes aux attentes des analystes ont permis au titre Arcelormittal de gagner près de 16,62% ce mois-ci. Les bons résultats enregistrés suite à la vente de sa filiale Chrysler ont fait grimper le titre Daimler AG de 8,99%. Les rumeurs d'acquisition de la Société Générale par le Crédit Agricole n'ont guère enthousiasmé les marchés. Le titre a perdu 10,71%.



## FTSE 100

L'annonce par Arcandor AG (la maison mère de Thomas Cook) de l'augmentation (+9,6%) de ses bénéfices trimestriels a permis au titre Thomas Cook de gagner 24,52%. Les tractations entre Rio Tinto et BHP Billiton profitent à leurs titres respectifs dont le cours gagne respectivement 22,93% et 15,95%. L'avertissement de mauvais résultats par la compagnie Alliance & Leica a fait plonger son titre de 23,71%.



## S&P 500

L'offre d'acquisition de Yahoo par Microsoft a fait s'envoler son cours de 28,30%. L'annonce de l'augmentation de 27% de ses ressources pétrolières permet au titre Range Resources de connaître la plus forte progression du mois (+33,47%). Les mauvais résultats trimestriels (Q4/2007) publiés par XL Capital Ltd ont fait chuter le cours de son action de 13,96%.



## Nikkei 225

Sanyo enregistre la meilleure performance du mois (+74,22%). Le cours de l'action a été dopé par la publication d'excellents résultats trimestriels ainsi que par la hausse de son rating par UBS. Les contre-performances les plus importantes sont à attribuer à Sumitomo Realty et Chugau Pharma Co dont les titres perdent respectivement 27,03% et 28,89%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	49,0	50,7	03/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	48,0	44,6	05/03
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	4,00%	4,00%	06/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	0,50%	0,50%	07/03
JAP	Produit Intérieur Brut	-	3,7%	12/03
USA	Vente au détail (hors voitures)	-	0,3%	13/03
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation	-	0,3%	14/03
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	20,0	17/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Réserve Fédérale	2,75%	3,00%	18/03
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	98,2	26/03
EMU	Belgique : Confiance des chefs d'entreprise	-	0,2	26/03
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-1,6%	26/03

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +3.9

Les chiffres clés des devises

## USD/EUR (USA)

**0,66** -3,5%<sup>(1)</sup>   
-4,1%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,30** -3,5%<sup>(1)</sup>   
-4,2%<sup>(2)</sup>

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

**0,63** -1,1%<sup>(1)</sup>   
+2,8%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,13** +2,3%<sup>(1)</sup>   
+0,5%<sup>(2)</sup>

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

**13,42** +0,0%<sup>(1)</sup>   
+0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,63** +1,3%<sup>(1)</sup>   
+4,1%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,62** +3,3%<sup>(1)</sup>   
+3,2%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,67** -0,6%<sup>(1)</sup>   
-2,2%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,95** +2,3%<sup>(1)</sup>   
+4,8%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,28** +2,4%<sup>(1)</sup>   
+2,0%<sup>(2)</sup>

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

**0,38** -2,0%<sup>(1)</sup>   
-3,8%<sup>(2)</sup>

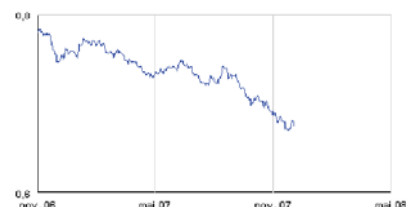
## SEK/EUR (Suède)

**0,11** +1,2%<sup>(1)</sup>   
+0,6%<sup>(2)</sup>

- (1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2007  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25%  
par rapport à l'euro

## USD/EUR

Ce 28 février, le dollar a atteint son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Le billet vert a passé pour la première fois le cap des 1,50 \$ / € à 1,519 \$ / €. Cette baisse s'explique par les anticipations des acteurs du marché qui estiment que la Fed va continuer à baisser ses taux suite à la publication de mauvaises statistiques économiques aux Etats-Unis.



## GBP/EUR

Le cours de la livre sterling s'est quelque peu détérioré ce mois-ci. Ici aussi, ce sont les anticipations des investisseurs quant à une éventuelle baisse des taux de la Banque centrale anglaise qui sont à l'origine de ce mouvement. La livre verrait ainsi son écart de taux d'intérêt vis-à-vis de l'euro évoluer en sa défaveur.



## CHF/EUR

Malgré quelques écarts quotidiens importants, le cours du franc suisse est resté fort stable ce mois-ci.



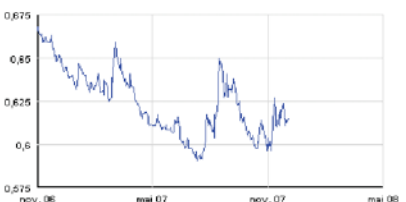
## NOK/EUR

Suite à l'envolée des cours du pétrole la couronne norvégienne s'est fortement appréciée ce mois-ci. En effet, il ne faut pas oublier que la Norvège est le 5<sup>ème</sup> pays producteur de pétrole au monde et que par conséquent, son économie est fortement corrélée à l'évolution du cours du brut.



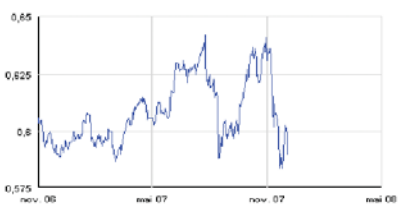
## JPY/EUR

Le ralentissement actuel de l'économie américaine entraîne dans son sillage l'économie japonaise qui observe actuellement un ralentissement de sa production industrielle et de ses exportations. Par conséquent le yen a perdu 0,83% ce mois-ci.



## AUD/EUR

Le dollar australien s'est sensiblement apprécié ce mois-ci. En effet, les dernières statistiques trimestrielles traitant du niveau des salaires montrent une forte augmentation de ces derniers faisant ainsi craindre une hausse de l'inflation. Les investisseurs anticipent donc une hausse probable des taux d'intérêts australiens.



# Taux d'intérêt

Patrick Michiels  
Gestionnaire de portefeuilles

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

Les dernières statistiques économiques publiées aux Etats-Unis laissent présager un ralentissement de plus en plus sévère de la croissance économique. C'est donc en toute logique que la Réserve Fédérale (Fed) a accordé un ballon d'oxygène supplémentaire en baissant son taux directeur à 3% ce 30 janvier. Par ailleurs, les perspectives à moyen terme n'étant guère meilleures, la majorité des intervenants du marché s'attendent à voir ce taux atteindre les 2% pour cet été.

En effet, si la Fed veut atteindre son objectif de relance économique (une baisse des taux stimule en principe les investissements qui à leur tour stimulent la croissance), il faut pour cela que le taux d'intérêt réel soit négatif, c'est à dire un taux d'intérêt inférieur au taux d'inflation

En Europe, les mois se suivent et se ressemblent. Confortée par des chiffres de l'inflation jamais atteints depuis 1993, la Banque centrale européenne (BCE) maintient comme de coutume son taux directeur inchangé. Cette décision se

justifie d'autant plus qu'une baisse agressive des taux provoquerait une dépréciation de l'euro, ce qui augmenterait l'inflation importée. Cependant, étant donné les circonstances économiques actuelles, cette politique monétaire restrictive ne pourra pas être maintenue indéfiniment, et la BCE sera finalement obligée de lâcher un peu de lest.

En Europe, comme aux Etats-Unis, on peut observer un léger redressement de la courbe des taux sur sa section la plus longue, signe que les investisseurs anticipent une légère accélération de l'inflation.

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

**3,8330%** -6,30 <sup>(1)</sup> ↓  
+17,20 <sup>(2)</sup> ↑

## EUR (10 Ans)

**4,0800%** +10,30 <sup>(1)</sup> ↑  
-25,10 <sup>(2)</sup> ↓

## USD (3 Mois)

**2,1570%** -9,20 <sup>(1)</sup> ↓  
-108,00 <sup>(2)</sup> ↓

## USD (10 Ans)

**3,8870%** +33,80 <sup>(1)</sup> ↑  
-13,60 <sup>(2)</sup> ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2007 en points de base

## Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
NZD	KOMMUNALKREDIT	9,125%	08/04/2011	102	8,34%	Aa3	08/04/2008

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	KOMMUNALKREDIT	3,25%	01/03/2011	99,63	3,38%	Aaa
EUR	TOTAL CAPITAL	3,25%	26/01/2012	99,53	3,42%	Aa1
EUR	GE CAP EUR FUND	3,50%	14/02/2013	97,89	3,98%	Aaa
EUR	GE CAP EUR FUND	4,25%	06/02/2014	99,76	4,30%	Aaa
EUR	NED WATERSCHAPBK	3,375%	19/01/2016	96,50	3,90%	Aaa
EUR	RABOBANK	4,25%	16/01/2017	99,44	4,33%	Aaa

# Analyses de valeurs

NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

## ■ Inbev

Kris Temmerman  
Analyste financier

### ■ Profil

Inbev est le plus grand groupe brassicole au monde. Le groupe a produit en 2007 un volume de boissons total de plus de 270 millions d'hectolitres dans 123 brasseries.

En 2007, le chiffre d'affaires annuel (14,4 milliards d'euros) était réparti comme suit :

■ Amérique latine :	41%
■ Europe occidentale :	24%
■ Europe centrale & orientale :	15%
■ Amérique du Nord :	11%
■ Reste :	9%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats enregistrés au cours du quatrième trimestre de 2007 étaient excellents et clôturèrent un très bon exercice comptable. La croissance organique du chiffre d'affaires a atteint 7,2% au cours de l'exercice comptable entier pour un chiffre d'affaires total de 14,4 milliards d'euros. Le chiffre d'affaires par hectolitre a augmenté de 1,9%. En même temps, Inbev a pu faire baisser les coûts opérationnels de 2%. Il en résulte une belle augmentation de la marge bénéficiaire opérationnelle brute qui passe de 24,2% à 27,2% pour atteindre 3,92 milliards d'euros (une augmentation organique de 20,4%).

Afin de démontrer l'excellente maîtrise des coûts d'Inbev, il suffit d'examiner l'augmentation limitée du coût de ses matières premières. Celle-ci s'élevait à 2%, ce qui est, d'après Inbev, inférieur à l'inflation moyenne dans ses régions de débouchés (4%).

Après quelques années de croissance et de réinvestissement intenses des flux de trésorerie, Inbev versera davantage de liquidités à ses actionnaires. Cela se fera, d'une part, grâce à un triplement de son dividende qui passera à 2,44 EUR par action et, d'autre part, grâce au rachat d'actions propres à concurrence de 500 millions d'euros au cours des 12 prochains mois. L'accent reste toutefois mis sur la croissance du chiffre d'affaires et la maîtrise des coûts. C'est surtout en ce qui concerne ce dernier aspect qu'Inbev est très forte par rapport à ses concurrents. Alors qu'Inbev voit augmenter le coût de ses matières premières de maximum 4% en 2008, Heineken s'attend à une hausse de pas moins de 15%.

Les perspectives de rendement pour 2008 et 2009 sont restées stables au cours du mois passé.

### ■ Analyse fondamentale

Cours :	57,15 EUR
Valeur comptable :	21,06 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,7
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2008) :	17,0
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2009) :	15,0
Rendement du dividende brut (persp. 2008) :	4,3%
Ratio Dettes/Capitaux propres :	49%
Résultats suivants :	Mai

### ■ Analyse technique

L'indicateur MACD à court terme a généré un signal d'achat le 13/2. En même temps, l'indicateur RSI demeure dans la zone neutre, si bien que l'image technique à court terme est positive. Mais l'indicateur MACD à long terme, a généré un signal de vente le 24/12. Pour un changement de tendance à long terme, une relance plus durable des cours s'avère donc nécessaire.

### ■ Notre opinion

Les bons résultats enregistrés par Inbev ont surtout été possibles grâce aux capacités de contrôle et de réduction des coûts. Par ailleurs, environ 65% de son chiffre d'affaires provient des pays émergents, ce qui permet aux résultats du groupe d'encore enregistrer un bon taux de croissance. Toutefois, la tendance dominante au Brésil, où Inbev possède 67,8% de parts de marché, constitue un point faible potentiel à long terme. Ce marché représente près de 30% du chiffre d'affaires du groupe, ce qui peut freiner la croissance d'Inbev dans quelques années. Dès lors, nous pensons également qu'Inbev cherchera encore un partenaire de fusion afin d'optimiser davantage sa dispersion géographique, même si le groupe se concentre à l'heure actuelle fortement sur la croissance organique.

Inbev ne présente pas une valorisation très attrayante, mais la qualité a généralement un prix. Suite à la forte augmentation des dividendes, son profil est devenu quelque peu défensif, ce qui est bien dans la correction actuelle du marché. Nous devrions par ailleurs utiliser la volatilité pour récupérer l'action sous les 60 EUR.

## Profil

Aedifica est une sicafi spécialisée sur le marché immobilier résidentiel belge. Elle se concentre sur trois segments du marché : les immeubles à appartements non meublés résidentiels dans les centres urbains belges, les complexes d'habitations à Bruxelles qui sont exploités comme des appartements meublés et les logements pour seniors.

Aedifica résulte de la réunion, depuis fin 2005, de plusieurs portefeuilles immobiliers résidentiels.

Le 31 décembre 2007, la valeur réelle du portefeuille (303 millions d'euros) était répartie comme suit :

■ Bâtiments résidentiels ou mixtes :	39%
■ Appartements meublés :	14%
■ Séniories :	37%
■ Autres bâtiments :	10%

La durée moyenne des baux est de 14 ans.

## Résultats et perspectives

Les résultats semestriels enregistrés au cours de l'exercice comptable 2007/08 ont montré le beau développement du portefeuille d'Aedifica.

Son portefeuille immobilier a été étendu de presque 23% pour atteindre 303 EUR. Cette extension a été réalisée, d'une part, par des achats à concurrence de 51,1 millions d'euros et, d'autre part, par une augmentation de la valeur estimée du marché à concurrence de 4,5 millions d'euros. Cette augmentation de la valeur estimée du marché s'élève à environ 1,5% et constitue une bonne indication de la situation défavorable du marché immobilier résidentiel.

Aedifica a pu faire augmenter le degré d'occupation de son portefeuille d'appartements meublés de 85,2% à 88,9%. Le reste du portefeuille n'a vu le degré d'occupation marquer qu'une légère hausse de 95,2% à 95,6%.

Suite à l'extension du portefeuille et à l'augmentation du degré d'occupation, les revenus locatifs ont progressé de 63% pour passer à 9,2 millions d'euros par rapport à l'année dernière.

69% de la superficie à louer se situe à présent dans la Région bruxelloise, 19% dans la Région flamande et 12% dans la Région wallonne.

Le rendement locatif brut sur la base de la valeur réelle du portefeuille total s'élève à 6,3%. Les bâtiments résidentiels ou mixtes ont rapporté 5,3% et les séniories 6%. Le rendement le plus élevé découle des appartements meublés les plus cycliques qui ont rapporté 10%.

Par rapport à fin juin 2007, la valeur intrinsèque de l'action a augmenté de 5% pour atteindre 42,05 EUR.

La direction maintient ses perspectives pour le dividende préconisé auparavant de 1,71 EUR par action.

Les prévisions bénéficiaires pour 2008 et 2009 sont restées stables au cours de ces 4 dernières semaines.

## Analyse fondamentale

Cours :	39,57 EUR
Valeur intrinsèque :	42,05 EUR
Escompte par rapport à la valeur intrinsèque :	-5,9%
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2007/08) :	20,7
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2008/09) :	17,8
Rendement du dividende net (persp. 2007/08) :	4,3%
Prochains résultats :	Mai

## Analyse technique

L'indicateur MACD à court terme a généré un signal d'achat le 7 février. L'indicateur RSI a quitté la zone survendue pour se retrouver dans la zone neutre. L'image technique à court terme est positive. En raison de l'historique relativement bref des cours aucune analyse technique pertinente à long terme n'est disponible.

## Notre opinion

Les résultats démontrent qu'Aedifica continue calmement de se développer. La sicafi résidentielle s'est essentiellement étendue dans le segment intéressant des séniories avec un investissement total de 45,7 millions d'euros pour 3 bâtiments. Elle a également signé un contrat pour l'achat, en 2010, de bâtiments à appartements à construire par le promoteur immobilier Atenor à concurrence de 14,1 millions d'euros.

Le rendement du dividende net de 4,3% est supérieur au rendement brut sur un emprunt d'Etat belge à 10 ans (4,2%). Suite à l'indexation automatique des loyers, ce rendement suivra à long terme aussi les chiffres de l'inflation, ce qui rend Aedifica intéressante à titre de placement à long terme. En outre, l'action enregistre un escompte par rapport à la valeur intrinsèque de presque 6%.

Aedifica est intéressante à l'achat jusqu'à 42,1 EUR.



## ■ Profil

Dexia est un groupe bancaire franco-belge qui repose sur 2 piliers : le financement d'établissements collectifs et les services financiers aux particuliers (retail & private banking). En outre, le groupe possède encore des activités complémentaires telles que l'administration des fonds et la gestion de fortune, cette dernière ayant 110 milliards d'euros en gestion.

Au cours de l'exercice comptable 2007, le bénéfice net sous-jacent (2,4 milliards d'euros) par activité était réparti comme suit :

■ Etablissements collectifs et rehaussement du crédit :	
57%	
■ Particuliers :	29%
■ Gestion de fortune :	5%
■ Administration des fonds :	4%
■ Trésorerie :	5%

## ■ Résultats et perspectives

Les résultats enregistrés au cours du quatrième trimestre ont dépassé les attentes. Sans tenir compte des coûts et des bénéfices uniques et des fluctuations des taux de change, ledit bénéfice net sous-jacent a augmenté de 15% pour atteindre 603 millions d'euros. Les perspectives moyennes correspondaient toutefois à une baisse de 11%.

L'activité de base de Dexia - le financement d'établissements collectifs et le rehaussement du crédit (FSA Holdings) - a vu son bénéfice net sous-jacent progresser de près de 17% pour atteindre 334 millions d'euros. La prestation de services financiers aux particuliers a par contre enregistré une légère baisse de bénéfices de presque 1% pour atteindre 150 millions d'euros. La gestion de fortune et l'administration des fonds ont respectivement enregistré une baisse de rendement de 25% (pour atteindre 27 millions d'euros) et une augmentation de rendement de 13% (pour atteindre 22 millions d'euros).

La principale nouvelle positive se rapportait à la réduction de valeur relativement peu élevée sur les portefeuilles obligataires à concurrence de 75 millions d'euros. Ces titres ont perdu de la valeur en raison du spread d'intérêt supérieur, provoqué par la crise de liquidité. Etant donné que la majeure partie de ce portefeuille est de qualité supérieure et que Dexia les détient jusqu'à la date de maturité, ces réductions de valeur seront à nouveau annulées après l'atténuation de la crise financière actuelle. Il ne s'agit donc que de moins-values non réalisées.

L'introduction des nouvelles normes de liquidité de Bâle II réduira les besoins en capital de 2 milliards d'euros au sein de Dexia. Grâce à la crise actuelle, Dexia peut utiliser

ces moyens superflus pour réinvestir dans ses activités de base. Ainsi, elle a acheté un portefeuille de crédit en matière de logement social d'une valeur de 3 milliards d'euros au Royaume-Uni. Elle a également augmenté le capital de sa filiale américaine FSA Holdings de 340 millions d'euros pour accélérer la croissance.

Les prévisions bénéficiaires pour 2008 et 2009 ont baissé de respectivement 0,9% et 1,2% au cours du mois dernier.

## ■ Analyse fondamentale

Cours :	15,68 EUR
Valeur comptable :	14,40 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,1
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2008) :	7,2
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2009) :	6,5
Rendement du dividende brut (persp. 2007) :	5,9%
Prochains résultats :	Mai

## ■ Analyse technique

L'indicateur MACD à long terme a généré un signal de vente le 10/8. L'indicateur RSI se situe actuellement en zone neutre. L'indicateur MACD à court terme a toutefois généré presque deux fois un signal d'achat au cours des dernières semaines. L'image technique indique une première tentative de fixation d'un prix plancher.

## ■ Notre opinion

Les résultats de Dexia nous font penser au proverbe «le malheur des uns fait le bonheur des autres». Le groupe enregistre, comme ses concurrents, des pertes sur les portefeuilles obligataires, d'une part, mais peut à nouveau se servir de la position faible de ses concurrents directs, d'autre part. C'est surtout aux Etats-Unis que la filiale FSA Holdings reste le seul grand assureur de crédits qui dispose du rating le plus élevé (AAA) sans risque immédiat d'une réduction de celui-ci. FSA peut dès lors élargir sa part du marché avec enthousiasme, grâce aux importants problèmes financiers auxquels sont confrontés Ambac et MBIA.

Dexia poursuit son objectif de faire augmenter le bénéfice sous-jacent par action d'au moins 10% au cours de la période 2008-2010. Même si Dexia n'échappera pas, au cours des prochains mois, à d'autres réductions de valeur sur les portefeuilles obligataires, tout comme ses concurrents, elle est très bien placée pour profiter à terme de la crise financière actuelle grâce à ses activités bancaires défensives et à son excellent crédit. Cela devrait se voir à terme dans le cours boursier, ce qui justifie un achat aux cours actuels avec une objectif à long terme.



## ■ Profil

PPR (anciennement Pinault-Printemps-Redoute) est un groupe de distribution spécialisée multimarques diversifié. Le groupe est apparu en 1963 dans le commerce du bois et s'est diversifié à partir de la moitié des années '80. A l'heure actuelle, PPR est actif dans la distribution notamment de textile, de chaussures, de meubles, de la décoration, de voitures, des médicaments et de produits de luxe.

En 2007, le chiffre d'affaires (19,8 milliards d'euros) était réparti comme suit :

■ France :	41%
■ Reste de l'Europe :	26%
■ Continent américain :	13%
■ Afrique :	11%
■ Asie :	8%
■ Océanie :	1%

## ■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels de l'exercice comptable 2007 ont dépassé les attentes. Le chiffre d'affaires a augmenté de 6,7% sur une base organique pour atteindre 19,8 milliards d'euros. Grâce notamment aux reprises de Puma et de United Retail, le bénéfice opérationnel brut a progressé de 33%, passant ainsi à 1,7 milliards d'euros. Sans l'impact positif de ces reprises, l'augmentation du bénéfice aurait été de 9,9%.

Les principales augmentations du chiffre d'affaires ont été enregistrées auprès de CFAO (distribution en Afrique) et de Gucci, où l'augmentation organique du chiffre d'affaires s'élevait respectivement à 20,2% et à 14,9%. La lanterne rouge est assumée par la filiale Redcats (notamment La Redoute et Cyrillus) où le chiffre d'affaires a diminué de 2,2% sur une base organique.

Après la reprise de Puma, la contribution des filiales de PPR au bénéfice opérationnel brut du groupe (1,7 milliard d'euros) est la suivante :

■ Groupe Gucci (Gucci, YSL, Balenciago, etc.) :	41,7%
■ Puma :	13,5%
■ CFAO :	13,2%
■ Fnac :	11,4%
■ Redcats :	10,6%
■ Conforama :	9,6%

Bien que Gucci et Puma ne représentent respectivement que 19,6% et 8,6% (au total 28,2%) du chiffre d'affaires du groupe, elles assurent 55,2% des bénéfices. Le management de PPR commence donc à parvenir à réorienter le groupe vers les produits de luxe. Pour le moment, Yves Saint-Laurent demeure le gros souci du secteur des produits de luxe (Groupe Gucci) ; la marque a pu réduire ses pertes de 49 millions à 32 millions d'euros. La Fnac a connu une croissance organique du chiffre

d'affaires de 7,4%, passant ainsi à 4,6 milliards d'euros, ce qui est une bonne prestation vu l'affaiblissement de l'économie. Le bénéfice opérationnel brut a augmenté de 15% pour atteindre 199 millions d'euros.

En signe de confiance en l'avenir, PPR augmente le dividende brut de 15% pour passer à 3,45 EUR par action, ce qui représente un taux de distribution du bénéfice de moins de 50%.

Les prévisions bénéficiaires pour 2008 et 2009 ont augmenté de 0,5% au cours de ce dernier mois.

## ■ Analyse fondamentale

Cours :	90,79 EUR
Valeur comptable :	69,24 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,3
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2008) :	11,6
Ratio Cours/Bénéfices (persp. 2009) :	9,9
Rendement du dividende brut (persp. 2008) :	4,2%
Ratio Dettes/Capitaux propres :	77%
Prochains résultats :	Avril

## ■ Analyse technique

L'indicateur MACD à long terme a généré un signal de vente le 28 novembre. Pendant la forte baisse du cours survenue en janvier, le graphique RSI a légèrement diminué dans la zone survenue et se situe à présent encore dans les régions les plus basses de la zone neutre. L'indicateur MACD à court terme s'est fortement amélioré, mais n'a justement généré aucun signal d'achat. Les cours se stabilisent, mais l'image technique est toujours négative.

## ■ Notre opinion

Ces dernières années, le poids des activités de détail traditionnelles (notamment la Fnac, La Redoute et Conforama) a systématiquement baissé pour représenter un peu moins de la moitié de la rentabilité du groupe. Puma a récemment réduit ses perspectives de croissance pour 2008 (notamment en raison du faible marché américain), ce qui a influencé de manière négative les cours boursiers de Puma et PPR.

Le poids croissant des activités de luxe donne à PPR de plus grandes possibilités de croissance dans le monde entier dans un secteur à marges bénéficiaires élevées. La transformation complète en un groupe de luxe complet prendra encore quelques années. Pour le moment, la direction ne prévoit aucune importante reprise et s'oriente surtout vers la croissance organique et la génération de flux de trésorerie libres.

PPR est conseillé à l'achat pour le long terme jusqu'à 100 EUR.

## Energie

ENI  
OMV

## Matériaux

ArcelorMittal  
DSM  
Italcementi

## Industrie

**Finmeccanica**  
Schneider Electric

## Consommation durable

PPR  
Renault  
Thomson  
Vivendi

## Consommation courante

Casino  
Henkel

## Santé

Sanofi Aventis

## Banques

Banca Popolare di Milano  
BNP Paribas  
Commerzbank  
Crédit Agricole  
Deutsche Bank  
Dexia  
Natixis

## Assurance

Aegon  
Allianz  
**Scor**

## Technologies de l'information

Cap Gemini  
STMicroelectronics

## Télécommunication

Deutsche Telekom  
France Telecom

## Services aux collectivités

E.On  
Gaz de France  
Iberdrola

Comme nous l'avons déjà mentionné il y a quelques mois (voir les revues mensuelles de décembre 2007 et de janvier 2008), nous estimons qu'il est temps d'investir à nouveau dans le secteur immobilier. En effet, l'enthousiasme effréné des investisseurs pour le secteur immobilier européen coté est atténué, ce qui a fait fondre comme neige au soleil les primes élevées, qui ont été payées en 2007 en plus de la valeur intrinsèque (parfois plus de 30%).

Comme nous l'avons déjà rapporté, nous avons déjà fait un premier pas dans l'immobilier coté par un investissement dans la sicaf belge Cofinimmo, à un cours proche de la valeur intrinsèque.

Fin février, nous avons adopté une position plus diversifiée par le biais de l'achat d'une sicav de capitalisation spécialisée dans l'immobilier européen coté. Cet achat améliore la diversification du segment «Immobilier» dans la catégorie des investissements alternatifs.

Du côté des actions individuelles, nous avons procédé à deux arbitrages dans le courant du mois de février.

Le premier arbitrage a eu lieu dans le secteur industriel où Pirelli a fait place à Finmeccanica, autre société italienne. Celle-ci est un groupe industriel diversifié, qui réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires en Europe. Par rapport à son secteur, Pirelli était devenue relativement chère en terme de ratio cours/bénéfices. Le momentum bénéficiaire était également négatif. Par contre, Finmeccanica est bon marché par rapport à ses pairs sectoriels et ne souffre pas d'un momentum bénéficiaire négatif.

		Cours/valeur comptable.	Cours/ Bénéfices
▼	Pirelli	0,93	17,0
▲	Finmeccanica	1,46	12,9
	Secteur	2,83	12,7

Nous retrouvons le deuxième arbitrage dans le secteur des assurances. Il s'agit de la vente de Munich Re pour financer l'achat de Scor. En effet, Munich Re était devenue relativement chère par rapport à son secteur, alors que la société française Scor est compagnie d'assurance la meilleure marché dans notre univers, et ce, tant sur la base du ratio cours/valeur comptable que du ratio cours/bénéfices.

Scor est un groupe de réassurance français qui dispose d'une position forte dans les assurances de sinistres et les assurances-vie. A la mi-2007, Scor a repris le réassureur suisse des sinistres Converium.

		Cours/valeur comptable.	Cours/ Bénéfices
▼	Munich Re	0,90	7,1
▲	Scor	0,64	5,7
	Secteur	1,12	8,0

Enfin, au sein des placements obligataires, nous avons profité de la baisse des bourses européennes et de la hausse de la volatilité de celles-ci pour procéder à un investissement dans un nouveau produit structuré. Celui-ci promet un rendement annuel compris entre 9,2% et 11,1% en fonction de l'évolution future de l'indice DJ Euro Stoxx 50®, qui regroupe les 50 plus grosses entreprises cotées de la zone euro.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir davantage d'information sur les opérations réalisées dans votre portefeuille que vous nous avez confié en gestion ou des renseignements sur notre service de gestion de fortune.

# A la découverte de votre société de bourse

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +3.89

L'envoi d'un ordre de bourse vers les marchés réglementés peut paraître une chose aisée. Il n'en est malheureusement rien. Chaque marché dispose non seulement de sa propre réglementation, mais aussi de sa propre connectivité, de son propre logiciel informatique permettant aux membres de ce marché de transmettre les ordres de bourse de leurs clients et d'en recevoir les exécutions. Les nombreuses connexions informatiques dont dispose Leleux Associated Brokers avec les différents marchés réglementés nécessitent un suivi et un contrôle constant. Chez Leleux Associated Brokers, cette surveillance est assurée depuis 26 ans par Anne Scailquin, Middle Officer, membre du département de Trading.

**La transmission d'un ordre de bourse vers un marché semble être d'une simplicité enfantine, à l'instar de l'encodage d'un virement bancaire. Où réside la difficulté de votre travail ?**

Il s'agit de faire preuve de vigilance tout au long de la journée, afin d'apporter à notre clientèle un service à haute valeur ajoutée. Je prendrais pour exemple la réglementation des différents marchés dont nous sommes membres. En tant que professionnels de la finance, c'est notre rôle de faire respecter ces règlements et d'ainsi envoyer des ordres de bourse qui pourront être acceptés par le marché. Nos clients ne peuvent pas être au courant de toutes les subtilités du métier. Ainsi, par exemple, les ordres de bourse sur le Xetra (marché électronique allemand) ne peuvent avoir comme date de validité que maximum 3 mois. Or, nos clients peuvent placer des ordres avec des validités beaucoup plus longues. Mon travail consiste dès lors à vérifier que notre informatique replace bien dans le marché les ordres venus à échéance sur Xetra, mais toujours en note pour nos clients. Sur Euronext, la règle est différente. L'ordre en note tombe dès qu'une opération sur titres ou un paiement de dividende a lieu. Dans ce cas, mon travail est de replacer les ordres dans le marché en tenant compte de cet événement. Un dernier exemple : durant la phase dite de trading sur Euronext (phase permettant de placer des ordres au dernier cours côté), je dois adapter les

limites que nos clients nous communiquent afin que l'ordre puisse être exécuté correctement en suivant les attentes de nos clients.



Anne Scailquin  
Trading

**Selon la description que vous venez faire de votre tâche, il s'agit exclusivement d'une valeur ajoutée au moment du passage de l'ordre.**

C'est effectivement une bonne partie de mon travail. Mais le fait de disposer d'un routage informatisé n'implique pas que tout se déroule en permanence sans problème. L'informatique d'un marché réglementé peut tomber en panne, les communications peuvent être interrompues, la surveillance du marché peut également décider d'interrompre les cotations (comme par exemple le 11 septembre 2001). Je dois également intervenir quand un ordre de bourse communiqué par un de nos clients est rejeté par le marché, tel qu'un ordre dont l'exécution provoquerait le gel du marché, car le cours alors exécuté serait en dehors des limites de fluctuations déterminées par le marché.

**Cela veut-il dire que tous les ordres de bourse transitent par vous ?**

Non, je n'interviens que pour les ordres de bourse pour les marchés sur lesquels nous disposons d'une connexion informatisée (sans intervention humaine). Tous les autres ordres de bourse, ou les ordres demandant un soin particulier, sont directement imprimés auprès de nos traders qui les défendent alors soit avec d'autres outils, soit en négociant avec nos contreparties à l'étranger.

**Vous travaillez pour la Maison Leleux depuis plus de 26 ans. Quel est le changement le plus perceptible que vous avez pu noter ?**

L'informatisation et l'internationalisation des marchés. Quand j'ai débuté dans ma carrière chez Leleux Associated Brokers en 1982, les cotations avaient encore lieu à la craie sur le parquet de Bruxelles, où nous réalisions plus de 95% des ordres de bourse. En 1990, avec l'arrivée du système CATS en bourse de Bruxelles, les choses ont commencé à évoluer. Mais c'est principalement depuis l'arrivée de Leleux On Line et d'Euronext que le changement a été le plus grand. Aujourd'hui, nous ne traitons que 30% de notre volume sur Euronext Brussels, et ce sans quasiment une seule intervention humaine. C'est ce côté de remise en question permanente qui rend mon travail passionnant.

■ **Jeudi 27 mars 2008 : Séminaire**

**Comment gérer son portefeuille durant une crise boursière ?**

Langue : Français  
 Lieu : Agence de Waterloo  
 Heure : 19h  
 Inscription : Agence de Waterloo :  
 - Mr Olivier Meire - Tel : 02/357.27.00  
 - Mme Geneviève Denis - Tel : 02/357.27.00

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN</b> – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ANZEGEM</b>	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
<b>GENT</b> – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
<b>HASSELT</b> – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
<b>JUMET</b>	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 91 90 70
<b>KNOKKE</b>	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b> – SINT-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Janstasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b> – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
<b>MECHELEN</b>	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 70 20
<b>MONS</b> – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 56 06 70
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TOURNAI</b>	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
<b>UCCLE</b>	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
<b>VERVIERS</b>	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

**Internet:** <http://www.leleux.be>  
**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto: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:  
**29 février 2008**