

Edito

Comme nous vous l'annoncions dans nos éditions précédentes, le parlement belge a voté en décembre 2005 la Loi de dématérialisation des titres au porteur. A la lumière des dispositions de cette Loi, force est de constater que le titre au porteur en Belgique vit ses dernières heures en cette rentrée 2007. Ainsi, la première phase de la dématérialisation commencera le 1^{er} janvier 2008, soit dans moins de 3 mois, avec l'interdiction complète de toute livraison physique de titres par les intermédiaires financiers (à savoir les banques et les sociétés de Bourse) en faveur d'un investisseur particulier. En clair, les investisseurs ayant l'habitude de recevoir leurs titres physiquement après un achat en Bourse devront faire leur deuil de cette coutume tellement répandue en Belgique. Cependant, l'interdiction globale de livrer des titres au porteur ne doit pas être assimilée à une interdiction générale de détenir des titres en porteur. En effet, la Loi prévoit que l'investisseur particulier peut conserver les titres au porteur qu'il aura en sa possession au 31 décembre 2007 jusqu'au 31 décembre 2013, date ultime pour la mise de ces titres en dépôt. En effet, après cette date butoir, plusieurs mesures coercitives seront progressivement prises. La première, applicable dès le 1^{er} janvier 2014, prévoit le gel des droits liés aux titres non déposés (suspension du droit de vote, suspension du droit au dividende, etc.). La seconde, applicable quant à elle à partir du 1^{er} janvier 2015, prévoit la vente forcée des titres au porteur non déposés. Ainsi, l'émetteur des titres (les sociétés cotées, les émetteurs d'emprunts, etc.) devront vendre ces titres avant le 30 avril 2015, pour ensuite verser le produit de la vente au plus tard le 30 novembre 2015 à la Caisse des Dépôts et des Consignations (CDC). Le 1^{er} janvier 2016, une taxe de 10% par année sera prélevée sur le produit de cette vente, et ce tant que le propriétaire des titres au porteur ne se sera pas présenté à la Caisse des Dépôts et des Consignations pour réclamer le produit de la vente. En 2025, l'opération de dématérialisation des titres sera complètement terminée.

Afin de nous permettre de respecter dans le délai qui nous a été imparti l'ensemble des nouvelles données législatives, notre Maison adaptera son offre de service dès le 1^{er} novembre prochain et arrêtera ainsi définitivement son service de livraison physique de titres au porteur. En d'autres mots, dès le 2 novembre 2007, notre Maison ne sera plus en mesure de livrer physiquement les titres ainsi acquis par notre clientèle. Seul le dépôt de titres physiques sera encore possible auprès de nos différentes agences.

Chez Leleux Associated Brokers, de nombreux clients ont déjà anticipé cette nouvelle donnée législative et ont ainsi pris l'habitude de laisser leurs titres en dépôt auprès de notre Maison. En effet, le dépôt titres est entièrement gratuit et permet à notre clientèle d'être informée en temps et en heure de toutes les opérations en cours sur leurs titres et d'être crédité sous bonne date valeur des intérêts de leurs obligations et des dividendes de leurs actions.

Même si la Loi n'oblige en aucun cas le dépôt des titres au porteur avant le 31 décembre 2007, nous sommes d'avis chez Leleux Associated Brokers qu'il convient de ne pas attendre le dernier moment pour régulariser sa situation et procéder au dépôt des titres au porteur encore en circulation. De nombreuses raisons d'ordre pratique et prudentielles, qu'il serait trop long de détailler dans ces colonnes, justifie le fait de déposer ses titres au porteur dès aujourd'hui.

Nos 60 chargés de clientèle sont dès à présent à votre entière disposition pour vous assister dans cette opération de dématérialisation des titres au porteur. N'hésitez pas à faire appel à eux. Ils vous conseilleront et vous aideront dans ce domaine comme dans d'autres avec grand plaisir.

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 Hagemeyer	6
	Analyse de DSM	7
	Analyse de BMW	8
	Analyse de Fortis	9
	Analyse de Cap Gemini	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	542,56	+3,72% ⁽¹⁾	+9,52% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	4.429,12	+2,45% ⁽¹⁾	+0,87% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	5.795,89	+4,40% ⁽¹⁾	+4,58% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	7.953,97	+4,83% ⁽¹⁾	+20,58% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	6.565,50	+4,70% ⁽¹⁾	+5,54% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	9.031,40	+2,13% ⁽¹⁾	+2,80% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.883,50	+3,81% ⁽¹⁾	+5,04% ⁽²⁾
DJII (USA)	13.974,31	+5,03% ⁽¹⁾	+12,13% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	2.733,57	+4,90% ⁽¹⁾	+13,18% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	14.125,11	+3,23% ⁽¹⁾	+9,43% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	17.065,04	+5,61% ⁽¹⁾	-0,93% ⁽²⁾
MSCI World	1.648,55	+5,95% ⁽¹⁾	+11,12% ⁽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)

0,71 -3,43%⁽¹⁾
 -6,94%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,44 -2,56%⁽¹⁾
 -2,83%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,61 -4,56%⁽¹⁾
 -4,66%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 +3,00%⁽¹⁾
 +6,91%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 -0,04%⁽¹⁾
 +0,06%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,60 -1,11%⁽¹⁾
 -3,25%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,63 +4,74%⁽¹⁾
 +5,47%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 +2,35%⁽¹⁾
 +8,72%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,64 +0,57%⁽¹⁾
 -0,06%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,27 +5,01%⁽¹⁾
 +8,85%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 +1,67%⁽¹⁾
 -0,10%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +2,13%⁽¹⁾
 -1,63%⁽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

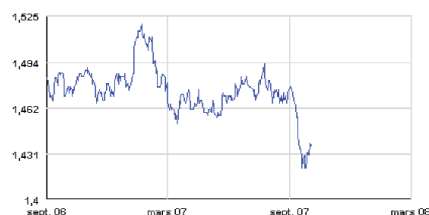
USD/EUR

La baisse par la Réserve fédérale de son principal taux directeur de 50 points de base a eu un effet négatif sur le billet vert, vu que les marchés s'attendaient à une baisse de seulement 25 points de base.



GBP/EUR

Comme prévu, la banque centrale britannique a maintenu ses taux stables. Par ailleurs, elle continue d'adopter une attitude attendiste face à la crise financière actuelle.



CHF/EUR

Le retour des marchés financiers à un calme relatif a réduit les craintes autour des "carry trades". Le franc suisse est retombé à son niveau le plus bas d'il y a quelques mois.



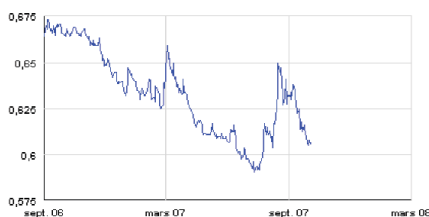
NOK/EUR

Les prix élevés du pétrole combinés à l'attente d'une future hausse des taux ont poussé la couronne norvégienne à son niveau le plus haut depuis 2003.



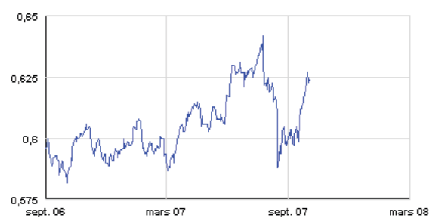
JPY/EUR

Le yen a fortement baissé juste après que la banque centrale japonaise ait décidé de ne pas augmenter ses taux. Il reste pénalisé par un différentiel de taux important vis-à-vis des principales devises mondiales.



AUD/EUR

Le dollar australien est assez volatil en ce moment. Après la retombée du mois d'août, la devise a profité en septembre du prix élevé des matières premières.



Euro-Obligations

NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.88

Comme attendu, la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas modifié son principal taux directeur lors de sa réunion mensuelle du 6 septembre. Elle devrait également maintenir le statu quo lors de sa prochaine réunion, le 4 octobre. Logiquement, sans l'impact sur le système financier européen de la crise du "subprime", elle aurait dû poursuivre son resserrement monétaire entamé en décembre 2005. Aujourd'hui, l'économie s'essouffle un peu et l'euro est au sommet face au dollar. Une hausse des taux par la BCE n'est donc pas envisageable. Une baisse ne l'est pas davantage, car le banquier des banquiers européens doit veiller à maintenir sa crédibilité en matière d'allégeance à la lutte contre l'inflation, notamment dans un contexte de forte expansion de la masse monétaire.

La Réserve fédérale américaine a par contre surpris en baissant son principal taux directeur d'un demi point de pourcentage le 18 septembre. Ce n'est pas le mouvement mais bien l'ampleur de ce dernier qui a pris le marché un peu au dépourvu. Le consensus table maintenant sur une baisse d'un quart de point le 31 octobre.

Du côté des rendements obligataires, les taux à 5 et 10 ans se sont très légèrement tendus en euro, progressant de 5 à 9 points de base (1 point de base = 1/100 point de pourcentage) pour terminer le mois à 4,16% et 4,33% respectivement. La courbe des taux est donc relativement plate (i.e. les placements obligataires offrent grosso modo le même rendement quelle que soit leur échéance). Le marché se trouve maintenant dans l'expectative. Entre un ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis et une Réserve fédérale qui pourrait se montrer agressive et ainsi relancer assez vite la machine (pas le mois prochain bien sûr, mais le marché regarde déjà au-delà de la vallée), il hésite et ne sait pas quel scénario privilégier. Entre temps, l'inflation reste sous contrôle.

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)

3,7940% -15,30 ⁽¹⁾  +163,00 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

4,2890% +7,90 ⁽¹⁾  +60,60 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

3,9300% -44,80 ⁽¹⁾  +170,80 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,5270% +6,00 ⁽¹⁾  +30,50 ⁽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
TRY	EIB	14,250%	09/10/2012	100,45	14,12%	Aaa	09/10

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Eksportfinans	4,375%	20/09/2010	101,01	4,01%	Aaa
EUR	Total Capital	3,875%	06/09/2011	99,10	4,13%	Aa1
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	93,57	4,59%	Aa3
EUR	Oester KontrolBk	3,875%	15/09/2016	96,47	4,36%	Aaa
NOK	KFW	5,250%	06/08/2010	101,20	4,78%	Aaa
GBP	Rabobank Ned.	4,750%	30/09/2009	99,48	5,03%	Aaa
GBP	EIB	4,875%	07/09/2016	97,74	5,20%	Aaa
USD	Rep. Austria	4,375%	30/08/2010	102,62	3,42%	Aaa
USD	EIB	4,750%	15/10/2014	100,59	4,65%	Aaa
NZD	IADB	6,250%	25/08/2011	95,83	7,52%	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

L'affaiblissement des indicateurs macro-économiques avancés belge et allemand a été suivi par un repli de l'indice de confiance économique général en Europe. La confiance des consommateurs, quant à elle, se tasse aussi après avoir atteint un sommet.

Un euro fort et le ralentissement de l'économie américaine pèsent sur la croissance européenne. Toutefois, au rayon des bonnes nouvelles, les réformes économiques structurelles entreprises en Allemagne et en France peuvent augmenter la croissance potentielle de l'Eurozone, de telle sorte qu'une récession n'est pas à craindre dans l'immédiat.

Le gouvernement français semble du reste, au travers des déclarations de son premier ministre François Fillon, avoir donné le coup d'envoi du programme économique du Président Nicolas Sarkozy. Nous sommes curieux de voir comment les syndicats réagiront.

Après deux banques allemandes, c'est à présent une banque britannique qui fait les frais de la crise des crédits hypothécaires américains défaillants. Pourtant, les problèmes que rencontre la banque Northern Rock ne sont pas directement liés à de mauvais investissements qu'elle aurait effectués dans ce secteur. Suite au resserrement des conditions d'emprunt du marché interbancaire, Northern Rock n'a plus pu trouver de financement externe à court terme. A l'inverse des banques traditionnelles qui tirent la plus grande partie de leur financement des avoirs de leurs clients, Northern Rock se finance essentiellement sur le marché à court terme. Suite à la débâcle du "subprime", ce marché s'est complètement asséché, ce qui a fortement fragilisé la situation de la banque anglaise. Celle-ci sera vraisemblablement reprise par l'une ou l'autre grande banque de crédit ou bien divisée par l'un ou l'autre hedge fund. Grâce à l'intervention de la Banque centrale britannique et à la garantie bancaire du gouvernement, une faillite globale où les épargnants anglais perdraient leurs avoirs est devenue invraisemblable, ce qui a permis de générer un risque systémique sur les banques de la zone Euro.

■ Etats-Unis

Les principaux indicateurs macro-économiques (l'indicateur précurseur et celui du sentiment des directeurs d'achat) se sont affaiblis le mois passé, mais la tendance générale reste inchangée.

Il n'y a donc pas d'augmentation du risque de récession, et ces indicateurs semblent plutôt quitter le creux dans lequel ils se trouvaient. Le baromètre prévoit donc toujours une lente expansion et pas de récession.

Certains modèles macro-économiques et analystes financiers estiment que le risque d'une récession aux Etats-Unis est plus élevé ce mois-ci que les mois précédents. Malgré cela, nous croyons plutôt en un scénario de ralentissement économique. Certes, le risque d'une récession ne peut pas être totalement écarté, mais cela ne semble pas pour nous le scénario le plus vraisemblable, notamment parce que les indicateurs avancés restent bien orientés et que la faiblesse du dollar contribue positivement à la croissance économique américaine.

Comme énoncé dans notre précédent numéro, nous restons attentifs aux chiffres de la consommation aux Etats-Unis. Un indicateur déterminant est celui de l'évolution des ventes au détail (hors ventes de voitures) qui enregistre toujours une croissance d'environ 4%. Une sérieuse diminution de ce taux de croissance augmenterait fortement les risques de récession.

Les marchés obligataires sont en tout cas restés très calmes. Le taux à long terme est très stable, ce qui indique une certaine confiance dans la croissance économique et dans l'inflation. Le taux à court terme (3 mois) a fort baissé, de telle façon que la pente de la courbe des taux d'intérêt est à nouveau positive. Durant une période de récession, celle-ci serait plutôt négative.

■ Japon

Contrairement aux conclusions de l'enquête Tankan qui esquissait une image positive de l'économie japonaise, la croissance économique du second semestre a quelque peu déçu : l'économie s'est contractée de 1,2% (en base annuelle) au lieu des 0,7% initialement prévus. Le rétablissement de l'économie repose encore sur des bases fragiles, vu que le problème de déflation n'est toujours pas résolu. L'économie nipponne, reste, par ailleurs, fort dépendante des exportations, ce qui la rend sensible à un ralentissement de la croissance en Europe et aux Etats-Unis.

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 de ce mois est à attribuer à ArcelorMittal (+14%). De bonnes perspectives et les synergies obtenues grâce à la fusion ont inspiré les investisseurs. Les prévisions optimistes quant à l'augmentation des parts de marché de Nokia ont fait grimper le cours de son action de 10%. Alcatel Lucent a fortement pâti de l'annonce de la révision de ses bénéfices à la baisse. L'action a perdu 10%. Parmi les perdants, notons également Fortis dont le titre a perdu 8% suite à la forte dilution attendue de son augmentation de capital.



■ FTSE 100

Du fait de l'augmentation du prix des matières premières, notre classement est dominé par les sociétés minières : Rio Tinto (+23%), BHP (+20%), Lonmin (+17%). Le perdant du mois est la banque Northern Rock (-76%) qui mène en ce moment des négociations avec d'éventuels repreneurs.



■ S&P 500

Des résultats supérieurs aux attentes ont contribué à la hausse de l'action Monsanto (+23%). Freeport-McMoRan Copper & Gold (+20%) profite à son tour de l'augmentation du prix des matières premières. L'offre de reprise sur Harman International n'a pas été menée à son terme. Le cours a chuté de 24%. Les entreprises de construction américaines subissent toujours de plein fouet la crise du marché immobilier. Lennar, en particulier, a enregistré une baisse de 20% de son titre.



■ Nikkei 225

Sumitomo Metal Mining (+23%) s'est vigoureusement rattrapé après sa déconvenue du mois précédent. De très mauvais résultats ont pesé sur le cours de la société de crédit Mitsubishi UFJ Nicos. Celui-ci a baissé de 27%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Confiance économique	-	107,1	31/10
EMU	Allemagne: Indicateur de confiance économique	-	98,7	25/10
JAP	Tokyo: Index des prix à la consommation (CPI) (hors énergie et alimentation) - base mensuelle	-	-0,3%	26/10
JAP	Vente au détail - base mensuelle	-	3,9%	29/10
USA	Vente au détail (hors voitures) - base mensuelle	0,3%	-0,4%	12/10
USA	Indicateur du sentiment de confiance des professionnels du marché immobilier	-	20,0	16/10
USA	Index des prix à la consommation (CPI) (hors énergie et alimentation)	0,2%	0,2%	17/10
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-1,8%	25/10
USA	Décision taux d'intérêt banque de la Fed	4,50%	4,75%	31/10

Analyses de valeurs

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

■ Hagemeyer (HGM - Euronext Amsterdam) - Matériel d'équipement - 3,28 EUR

■ Profil

Hagemeyer est un distributeur business-to-business international de matériel électronique, de produits de sécurité et autres matériels de Maintenance, Réparation et Opérations (MRO) pour les installateurs électroniques dans les secteurs de la construction et de l'installation et pour les clients industriels. A la fin 2006, le groupe comptait environ 17.500 employés.

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2007 se répartit comme suit (3,1 milliards EUR) :

■ Royaume Uni et Irlande :	35%
■ Reste de l'Europe :	30%
■ Amérique du nord :	21%
■ Asie :	8%
■ Reste :	6%

■ Résultats et perspectives

Il y a quelques années, Hagemeyer a connu des difficultés suite à la mauvaise mise en œuvre d'un logiciel pour la gestion logistique de sa succursale anglaise. Après une augmentation de capital début 2004, Hagemeyer tente depuis de restructurer sa division anglaise. Vu qu'il s'agit de sa plus grande division, l'importance de son succès est prépondérante pour la rentabilité du groupe.

Les résultats du premier semestre ont malheureusement démontré que les problèmes en Angleterre n'étaient pas encore résolus. Le chiffre d'affaires a augmenté de 8,9% sur une base organique, mais la marge opérationnelle n'est passée que de 0,4% à 0,6%. La direction maintient son objectif d'atteindre les 4% à 5% en 2009, mais beaucoup d'analystes ne trouvent pas cet objectif réaliste au vu de la lenteur de la restructuration en Angleterre.

Hagemeyer a également subi la faiblesse de l'économie américaine, où le chiffre d'affaires sur une base organique a baissé de 4,6% pour atteindre 639 millions EUR. Les autres régions s'en sortent bien (surtout la Scandinavie et l'Espagne), ce qui ressort dans la croissance organique du chiffre d'affaires du groupe de 9,3% à 2 milliards EUR.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont diminué ces 4 dernières semaines de respectivement 2% (2007) et 2,6% (2008).



■ Notre opinion

Le cours d'Hagemeyer a fort augmenté ces dernières semaines. La spéculation persistante de reprise a poussé beaucoup d'actionnaires à franchir le pas. Le français Rexel a ressurgi en tant que repreneur d'Hagemeyer au cours de 4 EUR par action.

Fondamentalement, nous ne sommes pas très positifs concernant Hagemeyer. Les problèmes en Angleterre traînent depuis trop longtemps et sans les spéculations de reprise, le cours stagnerait probablement sous la barre des 3 EUR. Suite aux rumeurs de reprise, nous conseillons de conserver momentanément les actions. Si la reprise ne devait pas se concrétiser, nous serions vendeurs de cette action.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	1,7 EUR
Valeur actif net tangible :	0,6 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	13,2
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	11,0
Rendement brut du dividende :	3,0%
Endettement :	70%
Prochains résultats :	23 octobre

■ Analyse technique

Le graphique MACD de court terme semble sur le point de générer un signal d'achat. Le graphe RSI se situe en zone neutre. L'image technique à court terme est positive et invite à l'achat.

■ DSM (DSM - Euronext Amsterdam) - Matériaux- 37,78 EUR

■ Profil

DSM conçoit et fabrique des produits chimiques, des résines et des plastiques qu'elle vend à une clientèle mondiale. Elle produit de la chimie fine à l'usage de la fabrication de médicaments, de teintures, de pigments, d'arômes, de parfums, de caoutchouc synthétique, de caoutchouc thermoplastique, de fibres polyéthylènes, de polymères et de fertilisants.

Le bénéfice opérationnel brut s'est établi à 835 millions EUR en 2006 et se répartit comme suit :

■ Performance Materials :	34%
■ Nutrition :	32%
■ Chimie pour l'industrie :	20%
■ Pharmaceutique :	7%
■ Autres :	7%

■ Résultats et perspectives

DSM a récemment présenté une mise à jour de son plan à long terme Vision 2010 lancé en 2005. Le groupe va vendre ses activités dans la chimie et les matériaux de base et va réinvestir le produit de ces ventes dans les divisions Nutrition, Pharmaceutique et Performance Materials. Cela sera progressivement exécuté dans les années à venir. Les divisions à vendre auront en 2007 un chiffre d'affaires d'environ 1,5 milliards EUR et généreront un bénéfice opérationnel brut de 100 millions EUR. Dans le même temps, les divisions Nutrition et Pharmaceutique seront combinées en une seule et même division, Life Sciences et la division Performance Materials s'appellera dorénavant Materials Sciences.

Grâce à cette réorganisation de ses activités, DSM peut augmenter ses objectifs de croissance du chiffre d'affaires organique à 5% par an (contre 3% à 5% auparavant). A côté de cette croissance organique, une nouvelle source de croissance proviendra d'acquisitions complémentaires pour les divisions Life Sciences et Materials Sciences. Un autre développement positif concerne l'objectif de doublement de l'économie d'énergie pour faire passer celle-ci de 1% à 2% par an. Les résultats annuels de 2006 ont fort souffert de l'augmentation du prix du gaz, ce qui rend cet effort bienvenu. D'autre part, la compétitivité des activités vitamines en Chine s'est améliorée, ce qui fut un autre point faible de 2006. Plusieurs concurrents y ont même fermé boutique.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont baissé ces 4 dernières semaines de 1%.



■ Notre opinion

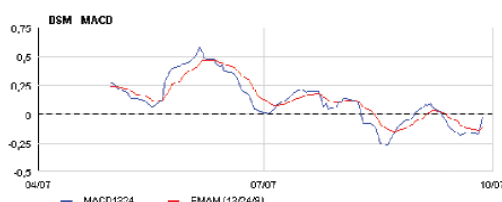
DSM a augmenté ses attentes de bénéfice opérationnel brut en 2007 à 820 millions EUR contre 790 millions EUR. DSM va accélérer l'allocation de l'excédent de cash aux actionnaires en augmentant le dividende de 20% et en lançant un nouveau programme de rachat d'actions à concurrence de 750 millions EUR (10% de l'actuelle capitalisation boursière). Dans notre dernière recommandation (voir notre revue mensuelle de mars) nous conseillions d'acheter DSM sous la barre des 34 EUR, ce qui fut possible dans les semaines qui suivirent. La mise à jour positive de ces objectifs à long terme nous rassure quant à la rentabilité à long terme. L'action va probablement réagir positivement durant les prochains mois de sorte que l'achat jusqu'à 38 EUR paraît raisonnable.

■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	30,7 EUR
Valeur actif net tangible :	25,5 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,2
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	12,7
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	12,1
Rendement brut du dividende :	2,6%
Endettement :	26%
Prochains résultats :	25 octobre

■ Analyse technique

Suite à la récente hausse du cours, le graphique MACD est sur le point de générer un signal d'achat. L'indicateur RSI se trouve dans la zone neutre. L'image technique est encore neutre, mais pourrait rapidement devenir positive.



■ BMW (BMW - Frankfort Xetra) - Automobiles et pièces détachées - 45,00 EUR

■ Profil

Bayerische Motoren Werke possède BMW, Mini et Rolls-Royce. Le groupe BMW est le seul constructeur automobile qui s'oriente exclusivement sur le segment "premium" des voitures pour particuliers. Il est le plus grand producteur au monde dans cette niche.

Le plus gros actionnaire est la famille allemande Quandt, avec 48,2% du capital.

En 2006, le chiffre d'affaires se répartissait comme suit (46,7 milliards EUR) :

■ Europe :	59%
■ Amérique du Nord :	25%
■ Reste du monde :	16%

■ Résultats et perspectives

BMW a récemment communiqué sa très attendue mise à jour stratégique. D'ici 2012, BMW veut améliorer sa rentabilité de 6 milliards EUR par an (tant en augmentant son chiffre d'affaires qu'en diminuant ses coûts). Comparé au bénéfice brut de 4,1 milliards EUR obtenu en 2006, il s'agit d'un montant ambitieux. Le groupe veut vendre 1,8 millions de véhicules, contre 1,4 millions en 2006. La marge opérationnelle de la division automobile devrait passer de 8% à 10% en 2012, contre 6,4% l'an dernier. BMW souhaite augmenter sensiblement son dividende. Elle en a les moyens puisqu'aujourd'hui, elle ne distribue que 16% de ses bénéfices à ses actionnaires.

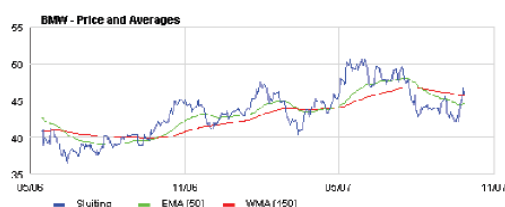
BMW va augmenter sa couverture naturelle contre les risques de change. Cela passera par une augmentation de sa production aux USA (Spartanburg) de 140.000 à 240.000 véhicules d'ici 2012 (+71%). D'autre part, BMW accordera plus d'attention à l'achat de ses pièces détachées, en créant une nouvelle division à cette fin.

Les côtés positifs du plan sont les objectifs financiers clairs à long terme. L'élément négatif est qu'au premier abord, quasi rien n'a été entrepris contre le point faible du groupe : sa sensibilité au dollar américain. Les moteurs des voitures produites à Spartanburg ne sont pas encore produits sur place. En outre, l'augmentation de la capacité de production se situe encore loin en dessous du volume de ventes aux Etats-Unis, ce qui nécessite encore l'importation de voitures. En compensation, le groupe se rattrape en important des Etats-Unis davantage de pièces détachées.

Pour l'instant, seules 9% des pièces détachées sont achetées en dollar américain. Cela permet de

diminuer les coûts de base des voitures produites en Allemagne.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont, au cours des dernières 4 semaines, diminué de respectivement 0,4% et 0,6%.



■ Notre opinion

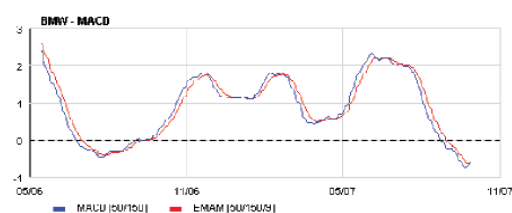
Le marché reste encore dans le flou en ce qui concerne le point faible du groupe : la sensibilité au dollar américain. En réaction, le cours s'est affaibli. En se basant sur les précédents articles de presse et rumeurs, nous pensons qu'en coulisses, BMW collabore au niveau technologique avec Daimler et GM. Nous pensons que le cours de BMW va continuer à souffrir tout le temps que des nouvelles concrètes pour régler le problème du dollar américain n'auront pas été prises et publiées. Malgré la récente faiblesse du cours et sa faible valorisation nous vendrions l'action BMW.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	30,7 EUR
Valeur actif net tangible :	21,1 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,5
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	11,1
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	10,3
Rendement brut du dividende :	1,6%
Endettement :	191%
Prochains résultats :	6 novembre

■ Analyse technique

Le graphique MACD de long terme a généré un signal de vente le 27/8, alors que le RSI se trouve dans la zone neutre. L'image technique à long terme est faible.



Fortis (FORB - Euronext Bruxelles) - Services financiers - 20,31 EUR

Profil

Fortis est un fournisseur intégré de services financiers actif dans la banque et l'assurance. Le groupe propose à ses 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 (4,4 milliards EUR) en 2006 se répartit comme suit :

■ Banque :	70%
■ Assurance :	30%

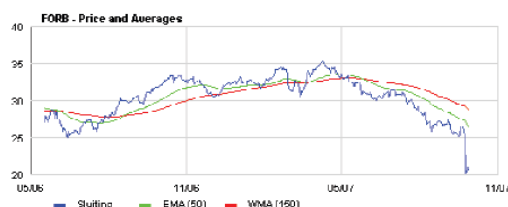
Résultats et perspectives

L'offre de reprise d'ABN Amro est une bonne opportunité pour réexaminer le potentiel de Fortis à la loupe.

A l'occasion de l'offre, Fortis a fourni une réactualisation de ses perspectives pour 2007. Contrairement à certaines attentes du marché, Fortis a confirmé que ses prévisions allaient correspondre avec celles du consensus et que les turbulences récentes sur les marchés financiers n'auraient aucun impact matériel sur ses résultats. Fortis s'attend en 2007 à un bénéfice net d'environ 4,2 milliards EUR. Une éventuelle aggravation de 20% du marché des emprunts hypothécaires de type "subprime" n'aurait qu'un impact de 20 millions EUR. En plus, le groupe a limité ses crédits sur le marché des hedge funds et des leveraged buy-outs. Ces prêts ne représentent que 2,5% de son portefeuille de crédits.

Notre attention est à présent focalisée sur la contribution des entités reprises d'ABN Amro et sur la dilution causée par l'augmentation de capital de 13,4 milliards EUR. L'augmentation de capital au cours très bas de 15 EUR entraîne une dilution d'au moins 67% pour les actionnaires actuels. Vu le prix relativement élevé payé par Fortis pour les parts d'ABN Amro (Ratio Cours / Bénéfice 2007 = 16,3), nous supposons que le bénéfice par action en 2008 sera de 32% inférieur au scénario esquissé avant la reprise.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont augmenté de presque 1% ces 4 dernières semaines, sans même tenir compte de la reprise des parts d'ABN Amro.



Notre opinion

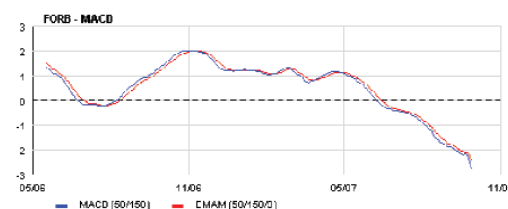
Fortis compte sur cette reprise pour le très long terme. Suite au malaise actuel dans le secteur financier, Fortis est obligée d'accepter une forte dilution pour financer son offre. Combinée au prix de reprise relativement élevé pour les parts d'ABN Amro, l'actionnaire actuel est perdant s'il ne souscrit pas à l'augmentation de capital. La forte baisse du cours tient déjà compte de tous les problèmes (inévitables) de reprise. Cependant, l'action nous semble un candidat valable pour le trading à concurrence de maximum 23 EUR, ce qui mènerait sa valorisation en ligne avec la moyenne sectorielle de 9,6 fois les bénéfices attendus pour 2007.

Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	16,0 EUR
Valeur actif net tangible :	13,8 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,6
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	8,3
Ratio Cours / Bénéfice (2008) :	8,9
Rendement brut du dividende :	7,4%
Prochains résultats :	8 novembre

Analyse technique

Le 13 juin, l'indicateur MACD de long terme a généré un signal de vente. L'indicateur RSI se situe presque dans la zone de survente, mais toujours en baisse, de tel sorte qu'il est encore probablement trop tôt pour parler de rétablissement durable du cours.



■ Cap Gemini (CAP - Euronext France) - Technologies de l'information - 45,47 EUR

■ Profil

Cap Gemini est l'un des plus grands fournisseurs de services IT en Europe. Le groupe possède 3% des parts du marché.

Fin 2006, le groupe comptait presque 68.000 collaborateurs dont 7.000 en Inde.

Le chiffre d'affaires de 2006 (7,7 milliards EUR) se répartit comme suit :

■ Europe :	54%
■ U.K. & Irlande :	28%
■ Amérique du Nord :	17%
■ Reste :	1%

■ Résultats et perspectives

Les résultats du premier semestre sont conformes aux attentes du marché. La croissance du chiffre d'affaires organique s'élève à 11,5%, à 4,4 milliards EUR, avec une marge bénéficiaire de 6,1%. Le bénéfice opérationnel a augmenté de 49% pour atteindre 269 millions EUR.

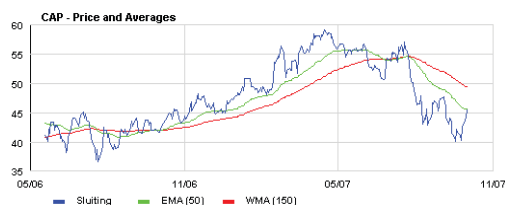
Cap Gemini obtient de bons résultats en Scandinavie, en Europe du sud et en Amérique du nord. Les résultats ne sont cependant pas à la hauteur en France. Le groupe souffre du contrat déficitaire avec Schneider. Cela explique la faiblesse de la marge opérationnelle brute en France à seulement 2,5%.

Environ un tiers du chiffre d'affaires est atteint dans l'activité plus stable d'outsourcing. Au premier semestre, le chiffre d'affaires de l'outsourcing a augmenté de 13% et la marge bénéficiaire s'élève à 4,5%. Il s'agit d'une grande amélioration de la marge comparée aux 2% atteints au premier semestre 2006.

Cap Gemini compte sur une croissance organique du chiffre d'affaires de 9% sur l'année entière et sur une marge bénéficiaire brute de 7%.

L'important pour l'évolution à long terme de Cap Gemini concerne son expansion réussie en Inde. Fin 2007, le groupe devrait engager environ 20.000 travailleurs en Inde afin de diminuer ses coûts de base et renforcer de ce fait sa position compétitive en Europe.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont diminué ces 4 dernières semaines de respectivement 0,4% et 1,4%.



■ Notre opinion

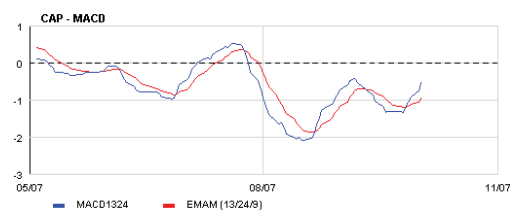
Cap Gemini est une histoire de restructuration avec une valorisation relativement bonne, si l'on tient compte de ses perspectives de croissance. L'important pour le cours durant les prochains mois est la renégociation de son contrat déficitaire avec Schneider. Dans son secteur, Cap Gemini est l'une des actions les plus intéressantes d'un point de vue de la valorisation. Jusqu'à 46 EUR, nous sommes acheteurs pour le moyen terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	25,8 EUR
Valeur actif net tangible :	12 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,8
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	16,2
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2008) :	13,1
Rendement brut du dividende :	1,5%
Endettement :	33%
Prochains résultats :	15 février

■ Analyse technique

Le graphique MACD de court terme a généré un signal de vente le 27/7, mais semble à présent se rétablir. L'indicateur RSI est entre temps sorti de la zone survendue. L'image technique à court terme s'améliore et peut, avec un renforcement continu du cours, mener à un signal d'achat.



Gestion de Fortune

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

Si les marchés boursiers occidentaux clôturent le mois de septembre sur des progressions modestes, malgré pas mal de volatilité, ils confortent toutefois leur rebond de la deuxième quinzaine du mois d'août. Les bourses nord-américaines sont même proches de leur record historique. Cependant, pour l'investisseur européen, la faiblesse du billet vert annihile leur progression récente. Les marchés émergents sont, eux, par contre, en pleine forme, puisqu'ils affichent une progression moyenne de 6% sur le seul mois de septembre et de plus de 20% depuis le début de l'année, en euro. Les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion de fortune en profitent puisque le fonds de fonds, auquel nous avons recours pour assurer leur diversification à l'international, fait la part belle aux marchés émergents, asiatiques notamment.

Deux séries d'arbitrage ont eu lieu en actions individuelles depuis notre dernière revue mensuelle suite à une réallocation sectorielle. En effet, en quelques mois, le secteur des matériaux a sur-performé le marché dans son ensemble tandis que, dans le même temps, le secteur de l'énergie sous-performait. En conséquence, le poids du secteur des matériaux a, petit à petit, augmenté tandis que celui du secteur de l'énergie a progressivement reculé. Ce qui est vrai pour le marché l'est aussi pour les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion.

Or, si un secteur prend de l'importance, il doit bénéficier d'une meilleure couverture en terme de nombre de valeurs. En effet, nous ne souhaitons pas rester concentrés sur trop peu de valeurs car celles-ci finiraient par occuper une place trop importante et ainsi nuire à la diversification des portefeuilles.

D'autre part, nous ne souhaitons pas non plus nous éparpiller sur un nombre de valeurs sans cesse croissant car la valeur ajoutée de notre approche repose sur une sélection restreinte d'actions d'un univers d'investissement large, au risque, sinon, de retomber dans une approche indicielle. Quand un secteur se contracte, nous réduisons donc le nombre de positions qui le représentent.

Le poids du secteur des matériaux, qui bénéficiait de deux positions, en justifie dorénavant trois. Nous avons dès lors allégé, en prenant des bénéficiaires partiels et malgré un avis toujours favorable sur ces deux valeurs, les positions en ArcelorMittal (+27,0% depuis le 23.05.2007) et en DSM (+19,9% depuis le 28.09.2005) pour financer l'achat d'une troisième société : Italcementi, un cimentier italien, comme son nom le suggère, dont les activités s'étendent notamment au Moyen-Orient et en Asie (e.g. Inde, Chine, Emirats Arabes Unis).

Le poids du secteur de l'énergie, de son côté, n'est plus suffisant pour justifier trois sociétés différentes en portefeuille. Nous avons dès lors vendu la position en ENI (société pétrolière italienne, +15,6% depuis le 28 juin 2006) pour renforcer les positions en OMV (raffineur autrichien, +8,4% depuis le 27 octobre 2005) et en Repsol (société pétrolière espagnole active en Amérique latine, +0,4% depuis le 26 octobre 2005), sensiblement moins chères.

Nous profitons de ces arbitrages plus techniques que stratégiques pour rappeler notre politique en matière d'allocation sectorielle. Nous observons, a posteriori, de fortes divergences dans l'évolution en bourse des différents secteurs économiques (e.g. au 28 septembre, les secteurs des matériaux et de la santé ont connu une performance depuis le début de l'année de respectivement 21% et -7% dans la zone euro, pendant que le marché global, i.e. tous secteurs confondus, progressait de 6%). Toutefois, ces divergences, même sensibles, ne sont pas "facilement" prévisibles. En effet, les prévisions sectorielles sont généralement fort hasardeuses. Une bonne prévision est souvent compensée par une mauvaise. En outre, la rotation engendrée par une politique d'investissement dynamique en matière d'allocation sectorielle occasionne des frais qui grèvent tout éventuel avantage. Nous veillons donc à ce que l'allocation sectorielle des investissements en actions individuelles soit, par défaut, la plus proche possible de celle du marché global. Nous ne commençons dès lors pas de déviation significative volontaire en matière d'allocation sectorielle, sauf conviction forte et aberration de marché telle que nous en avons connu à l'égard des désormais célèbres TMT à la fin de années nonante.

Sélection-modèle d'actions individuelles

Energie

OMV
Repsol

Matériaux

ArcelorMittal
DSM
Italcementi

Industrie

Pirelli & C.
Schneider Electric

Consommation durable

PPR
Renault
Thomson
Vivendi

Consommation courante

Casino
Henkel

Santé

Sanofi Aventis

Banques

Banco Santander
BNP Paribas
Commerzbank
Crédit Agricole
Depfa Bank
Deutsche Bank
Dexia

Assurance

Aegon
Allianz
Munich Re

Technologies de l'information

Cap Gemini
STMicroelectronics

Télécommunication

Deutsche Telekom
France Telecom

Services aux collectivités

E.On
Gaz de France
Iberdrola

■ **Samedi 6 octobre 2007 :**
Salon VFB Dag van de Tips

Langue : Néerlandais
 Lieu : Anvers
 Heure : De 10h à 17h
 Inscriptions : Agence de Bruxelles – 0800/255.11

■ **Samedi 20 octobre 2007 :**
Salon Finance Avenue

Langue : Français / Néerlandais
 Lieu : Bruxelles
 Heure : De 10h à 17h
 Inscriptions : Agence de Bruxelles – 0800/255.11

■ **Jeudi 8 novembre 2007 :**
Présentation de Leleux Associated Brokers

Langue : Français
 Lieu : Namur
 Heure : 19h
 Inscriptions : Agence de Namur :
 - M Frédéric Baivy – 081/71.91.01
 - Mme Catherine Tricoté – 081/71.71.02
 - M Christian Gilson – 081/71.91.03

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	– SINT-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 28 septembre 2007