

Edito

Durant le mois écoulé, le mouvement de concentration qui avait frappé en février des entreprises phares européennes a perduré, notamment avec l'annonce du début des négociations entre Alcatel et Lucent Technologies sur un projet de fusion, ou encore les rumeurs de rapprochement entre Thales et EADS. Le mouvement a également touché les entreprises de service, jusqu'aux opérateurs de certains marchés financiers. La Bourse de Londres, Euronext, Deutsche Börse ou encore le Nasdaq, ont ainsi défrayé la chronique en annonçant successivement des offres de rachat (le Nasdaq sur la Bourse de Londres) ou des propositions de rapprochement (Deutsche Börse avec Euronext). De même, l'éventualité d'un rapprochement entre Euronext et la Bourse de Luxembourg ou d'une OPA hostile du New York Stock Exchange sur Euronext a également été évoquée.

Que doit-on retenir de ces différents mouvements ? Tout d'abord, il paraît évident que la concentration boursière européenne n'est qu'à ses balbutiements. Dans cette course, Euronext semble avoir pris une avance certaine. Ainsi, en fusionnant les bourses de Lisbonne, de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam, Euronext a acquis une expérience unique et a développé un véritable marché pan-européen, là où d'autres n'en sont qu'à évoquer des projets de synergies. De même, Euronext a ceinturé la bourse de Londres depuis plusieurs années, en rachetant successivement le marché des produits dérivés anglais (Liffe), puis en fusionnant sa chambre de compensation (Clearnet) avec celle de la bourse de Londres (LCH) et finalement, en facilitant l'absorption du dépositaire domestique anglais (CREST) par le dépositaire naturel d'Euronext (Euroclear Bank).

A côté de cette évolution rapide de notre marché de référence, les marchés anglais et allemand font pâle figure. Fortes de leurs importances respectives en terme de volumes

traités, ces deux places se sont contentées tantôt d'attendre des offres de rachat pour les refuser quelques temps plus tard, tantôt en intégrant verticalement leurs activités de négociation, de compensation des opérations et de règlement livraison.

Aujourd'hui, après l'annonce du retrait de l'offre de rachat de la Bourse de Londres par le Nasdaq, toutes les combinaisons semblent être ouvertes. Certes, de nombreux obstacles existent face à ces rapprochements, que ce soient les différents modèles de marché ou les différences de législation entre les Etats concernés. Il n'en reste pas moins qu'une fusion des trois grands marchés européens que sont la Bourse de Londres, Euronext et la Deutsche Börse, serait idéale pour l'épargnant européen, et ce à plus d'un titre. Tout d'abord, le regroupement des différentes lignes de cotation serait de nature à améliorer singulièrement la liquidité des différentes valeurs cotées et par là, permettraient aux investisseurs de traiter à des cours plus avantageux. De même, l'uniformisation à moyen terme des systèmes de cotation, de compensation et de règlement livraison, permettra sans aucun doute aux sociétés de bourse de proposer à leurs clients des tarifs moins élevés sur ces marchés. L'exemple d'Euronext en est le plus frappant : désormais, chez Leleux Associated Brokers, vous pouvez traiter vos valeurs sur Paris, sur Amsterdam et sur Lisbonne aux mêmes conditions que sur Bruxelles. A court terme, le seul rapprochement probable semble être entre Euronext et la Bourse de Luxembourg. Mais à moyen terme, des annonces plus spectaculaires pourraient surprendre les opérateurs boursiers.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de notre Conseil d'administration, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

470,68 +2,61%⁽¹⁾ ✓
+7,76%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.923,01 +2,18%⁽¹⁾ ✓
+10,53%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.233,71 +4,67%⁽¹⁾ ✓
+11,00%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

5.975,51 +3,10%⁽¹⁾ ✓
+10,49%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

6.011,50 +3,80%⁽¹⁾ ✓
+6,99%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

8.026,02 +1,69%⁽¹⁾ ✓
+5,83%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.526,06 +1,63%⁽¹⁾ ✓
+5,28%⁽²⁾ ✓

DJII (USA)

11.150,70 +1,43%⁽¹⁾ ✓
+4,04%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

2.340,82 +2,61%⁽¹⁾ ✓
+6,14%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

12.206,95 +4,44%⁽¹⁾ ✓
+8,29%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

17.059,66 +5,27%⁽¹⁾ ✓
+5,89%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1.342,93 +2,56%⁽¹⁾ ✓
+6,77%⁽²⁾ ✓

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

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Thomson	6
	Analyse de Tessenderlo	7
	Analyse de Vivendi Universal	8
	Analyse de Munich Re	9
	Gestion de Fortune	10

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)

0,82 -1,74%⁽¹⁾
-2,36%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,43 -2,57%⁽¹⁾
-1,41%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,70 -3,22%⁽¹⁾
-2,13%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 +0,96%⁽¹⁾
+0,31%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 +0,00%⁽¹⁾
-0,04%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,63 -1,02%⁽¹⁾
-1,50%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 -5,40%⁽¹⁾
-4,66%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 -3,85%⁽¹⁾
-2,24%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,50 -0,87%⁽¹⁾
+1,77%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,25 -2,24%⁽¹⁾
+0,02%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,38 -4,84%⁽¹⁾
-5,06%⁽²⁾

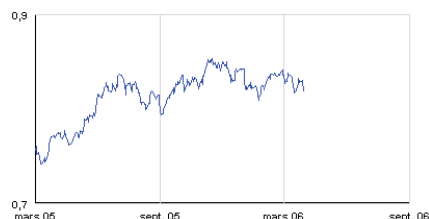
SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,24%⁽¹⁾
+0,00%⁽²⁾

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

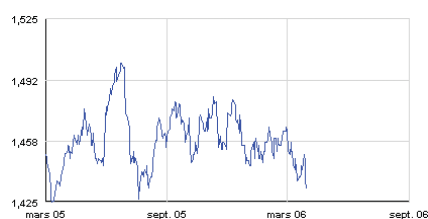
USD/EUR

Le mois écoulé a été le témoin d'un dollar relativement volatil. Il semble à présent que le différentiel des taux d'intérêt entre l'euro et la devise américaine restera stable dans les semaines qui viennent.



GBP/EUR

Actuellement, la Banque Centrale Britannique observe la manière dont le marché de l'immobilier se remet de la mauvaise année qu'il a connue. La forte corrélation entre les dépenses des ménages et le marché immobilier confère en effet à ce dernier une valeur prédictive intéressante pour la croissance future de l'économie britannique.



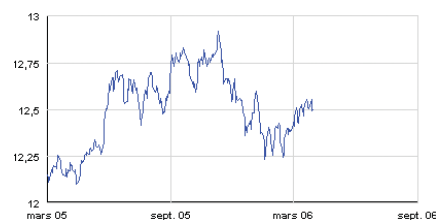
CHF/EUR

Le franc suisse traduit l'intégration de son économie au sein de l'Union Européenne par une forte stabilité vis-à-vis de l'euro. La légère dépréciation de la monnaie helvétique durant ce mois de mars pourrait être liée à l'accentuation du différentiel de taux d'intérêt avec l'euro, mais il est encore trop tôt pour en conclure un mouvement à plus long terme.



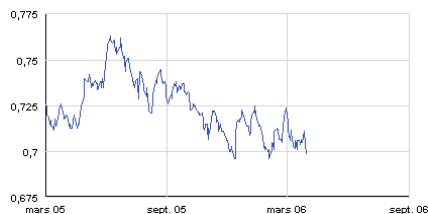
NOK/EUR

Après une légère dépréciation suivant ainsi l'évolution du cours du pétrole, la couronne norvégienne se stabilise depuis plusieurs semaines dans une bande étroite entre 0,1225 et 0,1250.



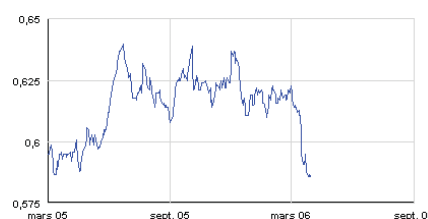
JPY/EUR

Il est dans l'intérêt du gouvernement japonais de postposer le plus longtemps possible l'appréciation du yen et ce, afin de ne pas freiner le rétablissement actuel de l'économie nipponne.



AUD/EUR

Après 15 ans de croissance ininterrompue, l'économie australienne a crû à un rythme inférieur aux attentes du quatrième trimestre. De plus, le dollar australien a suivi par sympathie le dollar néo-zélandais dans une correction ferme. L'économie néo-zélandaise a ralenti de 0,1% dans le courant du quatrième trimestre et il y a de fortes chances que ce ralentissement se poursuive au premier trimestre 2006.



Euro-Obligations

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

Sans surprise, les Banques centrales européenne et américaine ont relevé leur principal taux directeur d'un quart de point durant le mois écoulé. Le loyer de l'argent s'élève dorénavant, pour le taux le plus court, à 2,50% et 4,75% respectivement en euro et en dollar. La Banque centrale européenne devrait marquer une pause temporaire lors de sa réunion d'avril, tandis que la Réserve fédérale devrait poursuivre son resserrement monétaire au mois de mai.

Même mouvement uniforme sur les marchés obligataires européens et américains où les rendements à 10 ans se sont tendus de quelque 28 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage) dans les deux devises. Cette tension provient notamment

d'un relèvement des anticipations en matière de croissance économique attendue en Europe et de la résilience de l'économie américaine. Les resserrements monétaires pratiqués pas à pas de part et d'autre de l'Atlantique n'y sont pas non plus étrangers.

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)

2,6620% +18,40 ⁽¹⁾ 
+49,80 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,7670% +25,50 ⁽¹⁾ 
+8,40 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

4,6020% +0,80 ⁽¹⁾ 
+238,00 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,8470% +26,20 ⁽¹⁾ 
+62,50 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Com. Bk Australia	3,625%	05/04/2011	100,25	3,57%	Aa3	05/04
EUR	E.I.B.	3,625%	15/10/2011	100,77	3,47%	Aaa	06/04
EUR	ING Groep	4,125%	11/04/2016	100,50	4,06%	Aa3	11/04
TRY	G.E.C.C.	11,000%	20/04/2009	99,55	11,17%	Aaa	20/04
USD	Eurofima	5,250%	07/04/2016	100,52	5,18%	Aaa	07/04

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
SEK	Rabobank	3,000%	18/01/2011	98,91	3,25%	Aaa
NOK	Rabobank	3,500%	18/01/2011	99,55	3,60%	Aaa
USD	C.A.De.S.	4,000%	21/01/2010	97,05	4,86%	Aaa
CAD	Total	4,125%	25/01/2012	98,70	4,38%	Aa1
AUD	Total	5,625%	25/01/2012	99,75	5,67%	Aa1

Economies

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

■ Zone Euro

La probabilité est grande que les prévisions actuelles de croissance pour la zone euro soient trop faibles et soient donc revues à la hausse dans les prochains mois. L'image très positive que donnent aussi bien les indicateurs nationaux que globaux signale de plus en plus une accélération de la croissance économique. A noter que nous partons aussi de niveaux relativement bas.

Le dollar fort ainsi que les premières réformes structurelles (par exemple chez Volkswagen en Allemagne avec l'abandon d'une augmentation de salaire en échange d'une plus grande sécurité d'emploi) ont certainement contribué à ouvrir la voie à une croissance durable. Toutefois, la route est encore longue et les récentes protestations en France autour du CPE nous font craindre que le plus dur reste à venir. De plus, à l'avenir, le consommateur devra reprendre le flambeau pour soutenir la croissance économique et cela en augmentant ses dépenses, car, à terme, un dollar plus faible (dû au ralentissement de la croissance américaine) aura un effet négatif sur l'économie européenne.

Il semble réaliste de penser que la Banque Centrale Européenne (BCE) augmentera les taux d'intérêt jusqu'à environ 3%, ce qui est supérieur à nos prévisions initiales. Mais nous pensons que la BCE agira au fur et à mesure de la confirmation de la vigueur de l'économie européenne, de telle sorte qu'il n'est pas vraiment question d'une politique monétaire restrictive.

Sur le plan mondial, la tendance naissante semble être à davantage de protectionnisme. Nous pouvons uniquement espérer qu'il s'agisse d'un sursaut passager en réaction au phénomène de mondialisation continue. La forte croissance mondiale actuelle, accompagnée d'une inflation relativement faible, est pourtant en grande partie due aux efforts de la mondialisation (flux de capitaux et plus grande interaction entre les différentes économies). De fausses raisons, telles que la lutte contre le terrorisme (pensons au Dubai Ports World) ou la constitution de champions économiques nationaux pour contrer des offres étrangères (Suez / Enel, Arcelor / Mittal, E.ON / Endesa), sont souvent invoquées par une élite sociale dans le seul but de cloisonner les marchés

locaux. Un renforcement de cette tendance signifierait plus de difficultés dans la mécanique économique mondiale.

En résumé, le scénario économique positif pour la zone euro pourrait être mis à mal si les dépenses des ménages restaient faibles, si le dollar accusait une forte baisse, si le protectionnisme venait à s'accroître ou si un choc inflationniste devait frapper l'économie européenne.

■ Etats-Unis

Jusqu'à présent, la consommation américaine garde le cap. Les dépenses des ménages ne montrent pas encore de signe de faiblesse.

Nous nous attendons à ce que le ralentissement du marché de l'immobilier et la hausse des taux d'intérêt et des prix de l'énergie aient, tôt ou tard, un certain effet sur l'économie américaine. En outre, le taux d'épargne des familles est négatif depuis un an, ce qui est naturellement intenable à long terme.

Nous pensons que la Réserve fédérale américaine pourrait pousser ses taux d'intérêt jusqu'à environ 5%. Sur la base des prévisions actuelles, la courbe des taux d'intérêt américains serait dès lors presque plate.

■ Japon

Récemment, quelques indicateurs supplémentaires sont venus confirmer l'amélioration de l'économie japonaise.

De pair avec une inflation positive pour la première fois depuis plus de 15 ans, le prix des terrains est en légère hausse. A leur point le plus bas, ceux-ci ont diminué au milieu des années nonante jusqu'à 20% par an.

Le fait que les banques japonaises octroient à nouveau des crédits constitue un autre élément positif. En effet, depuis la deuxième moitié des années nonante, celles-ci ont diminué leur portefeuille d'emprunts de près de 4% par an.

Marchés boursiers

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

■ DJ Stoxx 50

L'indice européen des cinquante plus grandes capitalisations s'est bien comporté en mars. Contrairement au mois précédent, ce sont les valeurs financières qui ont accusé les reculs les plus importants (Lloyds TSB, RBS, HSBC, HBOS) tandis que les valeurs de télécommunication se sont redressées (Ericsson, Nokia, Vodafone).



■ Nikkei 225

L'indice nippon des 225 plus grandes capitalisations a repris le chemin de la croissance durant le mois écoulé. A noter la pointe de Nippon Sheet Glass, active dans les matériaux de construction, avec une hausse de 29%. Suite à un avertissement sur bénéfice, Hitachi Zosen, construction navale, ferme la marche à la fin du classement.



■ S & P 500

A l'instar du mois précédent, l'indice américain S&P 500 a peu bougé. Les valeurs sidérurgiques et minières ont certes effectué d'excellentes prestations, mais les entreprises d'utilité publique se sont globalement inscrites en baisse.



■ FTSE 100

L'indice phare de la bourse de Londres a poursuivi son ascension durant le mois de mars. Les secteurs de l'acier et du cuivre ont été les plus performants du FTSE 100. Par contre, suite à un avertissement sur bénéfice, Morrison est la lanterne rouge de l'indice avec une perte de 13%.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat dans le secteur industriel (ISM)	57,5	56,7	03/04
JP	Attentes de l'indice Tankan dans le secteur industriel	22	19	03/04
JP	Attentes de l'indice Tankan dans le secteur des services	18	17	03/04
EU	Indice des prix à la production (PPI)	0,5%	1,2%	04/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat dans le secteur des services (ISM)	59,0	60,1	05/04
EU	Ventes au détail	-0,1%	0,8%	05/04
EU	Décision sur les taux d'intérêt ECB	2,50%	2,50%	06/04
USA	Balance commerciale	n/a	-\$ 68,5	12/04
USA	Ventes au détail (sans les voitures)	n/a	-1,3%	13/04
USA	Utilisation des capacités de production	n/a	81,2%	14/04
JP	Confiance des consommateurs	n/a	49,8	17/04
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI)	n/a	0,1%	19/04
EU	Indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI)	n/a	0,3%	20/04
JP	Ventes au détail	n/a	-1,5%	28/04
JP	Indice des prix à la consommation de Tokyo hors aliments frais (CPI)	n/a	0,1%	28/04

Analyses de valeurs

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

■ Thomson (TMS - Euronext Paris) - Biens de consommation durable - 16,15 EUR

■ Profil

Thomson produit et distribue des DVD et vidéocassettes pré-enregistrées, vend des services de post-production cinématographique et télévisuelle et fabrique des télévisions, des lecteurs de DVD, des installations téléphoniques domestiques, des systèmes "home theater", des décodeurs pour la télévision, des modems, des écrans de télévision et des équipements et des composants optiques pour la transmission de données.

Le chiffre d'affaires de 2005 (5,4 milliards d'euros) se répartit comme suit :

■ Services :	46%
■ Technologie :	10%
■ Systèmes et Equipements :	44%

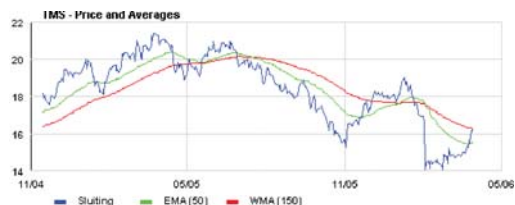
■ Résultats et perspectives

Pour l'exercice 2005, le groupe a enregistré une perte de 574 millions d'euros (après une perte de 559 millions d'euros en 2004). Les pertes liées à la cession d'actifs se sont élevées à 749 millions d'euros. Le résultat opérationnel des activités stratégiques s'est, lui, contracté de 12% pour atteindre 505 millions d'euros. Après deux années de perte, le groupe prévoit un retour à la rentabilité en 2006.

La société subit depuis deux ans une profonde restructuration avec un recentrage de ses activités sur les services et équipements pour les chaînes de télévision et les studios cinématographiques. Le groupe a également vendu ses activités non rentables de production des équipements télévisuels (par exemple les tubes cathodiques) et des produits audio et vidéo domestiques.

Après plusieurs très mauvais mois en bourse, l'action est devenue très bon marché. Récemment, des rumeurs d'un intérêt de la part de quelques banquiers d'affaires pour la société sont d'ailleurs venues soutenir le cours, qui a rebondi.

Ces 4 dernières semaines, les attentes bénéficiaires moyennes ont légèrement baissé.



■ Notre opinion

Le potentiel d'appréciation du cours dépend de la capacité de la direction de mener à bien la restructuration, de réduire l'endettement, d'améliorer les marges d'exploitation, ainsi que de l'éventuel intérêt d'un repreneur.

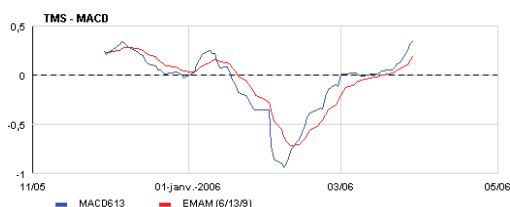
Vu le climat de bourse favorable, sa valorisation raisonnable et le potentiel de restructuration, nous sommes acquéreurs de Thomson aux cours actuels.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	8,1 EUR
Valeur actif net tangible :	neg.
Ratio cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	15,5
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	12,2
Rendement brut du dividende :	1,9%
Endettement :	105%
Prochains résultats :	20 Avril

■ Analyse technique

Après un golden cross à l'achat au début du mois, le MACD à court terme a continué sa hausse et reste positif. Le mouvement de hausse semble cependant s'essouffler, ce qui s'est confirmé par le retournement en zone de surévaluation technique des stochastiques. Le cours reste néanmoins au-dessus de la bande supérieure de Bollinger. L'investisseur prudent attendra donc un recul du cours pour tenter un aller-retour entre 14,11 et 16,45 EUR, soit une plus-value potentielle de 16,58 %.



■ Tessenderlo (TESB - Euronext Bruxelles) - Matériaux - 31,34 EUR

■ Profil

Tessenderlo est un groupe chimique diversifié, qui se focalise sur les produits de niche et est présent dans 21 pays.

Le groupe compte 8.300 employés et est divisé en 3 groupes de produits : Produits Chimiques (entre autres les sulfates, la soude, le PVC), Produits Spéciaux (entre autres les matières premières pour le secteur pharmaceutique) et les Plastiques Convertibles (les produits finis tels que des tuyaux et des chambranles de fenêtre en PVC). Les produits de Tessenderlo sont utilisés dans le secteur alimentaire, les produits pharmaceutiques, la purification d'eau, l'agriculture, etc.

Le chiffre d'affaires en 2005 (2,2 milliards d'euros) se répartit comme suit :

■ Produits Chimiques :	41%
■ Produits Spéciaux :	26%
■ Transformations Plastiques :	33%

■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels n'ont pas été brillants. Tessenderlo a surtout souffert de la forte augmentation des prix de l'énergie. En dépit d'une augmentation du chiffre d'affaires de 4,2% pour atteindre 2,2 milliards d'euros, le bénéfice brut opérationnel a chuté de 27% pour atteindre 59,2 millions d'euros.

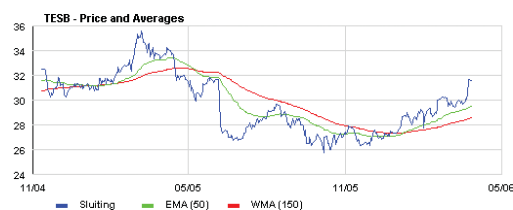
Les conditions de marché les plus difficiles ont été rencontrées dans les divisions Produits Chimiques et Produits Spéciaux. Les Produits Chimiques ont vu leur marge brute chuter de 4,7% à 1,4%, et les Produits Spéciaux de 3,2% à 2,3%. Outre le prix des matières premières, le changement de la politique agricole européenne a joué également un rôle. Suite à la diminution du cheptel européen, des normes du phosphore et des subventions, la vente des phosphates pour nourriture bovine a chuté de 6% et la section française des sous-produits d'origine animale (Caillaud) en a subi des conséquences négatives.

Par contre, les marges de la division PVC se sont rétablies durant la seconde moitié de l'année après avoir commencé l'année de façon très basse. C'est un développement prometteur pour 2006.

La division des Plastiques Convertibles a pu maintenir ses marges raisonnablement stables à

5,0% contre 5,2% l'an dernier. Certaines sections de cette division ont pu répercuter l'augmentation des prix des matières premières. Tessenderlo a également renforcé sa position dans la niche du secteur automobile (couverture pour airbag et revêtement de tableau de bord).

Les attentes bénéficiaires moyennes ont augmenté de 7% ce dernier mois.



■ Notre opinion

Tessenderlo est actuellement dans une position peu enviable où elle subit une pression des prix, aussi bien du côté des frais que du côté des recettes (coûts énergétiques et concurrence). Cependant, une amélioration s'annonce : la section PVC devrait obtenir de meilleurs résultats cette année et les économies de coûts, rapporteront à partir de 2007 au moins 30 millions d'euros de bénéfice brut en plus (45% de hausse par rapport à 2005). Compte tenu de sa valorisation relativement faible, on peut acheter Tessenderlo pour le moyen terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	28,1 EUR
Valeur actif net tangible :	24,3 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,1
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	15,9
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	12,1
Rendement du dividende brut :	3,8%
Endettement :	51%
Prochains résultats :	4 Juin

■ Analyse technique

Le MACD à court terme est certes positif, mais il vient de marquer une inflexion à la baisse et est sur le point de donner un silver cross à la vente. De même, les stochastiques se sont également retournés en zone de sur-évaluation technique et témoignent d'une vague de vente sur le titre. L'investisseur prudent attendra leur retour en zone de sous-évaluation technique pour tenter un aller-retour entre 28,85 et 31,75 EUR, soit une plus-value de près de 10%.

■ Vivendi Universal (EX - Euronext Paris) - Media - 28,57 EUR

■ Profil

Vivendi Universal (VU) est un conglomérat de télécom et médias. Les filiales détenues à 100% par VU sont : Universal Music Group, le plus grand groupe de musique au monde, Vivendi Universal Games, producteur des jeux interactifs, et Canal+, la plus grande chaîne de télévision digitale payante en France et propriétaire d'une des plus grandes bibliothèques de films au monde.

De plus, VU a des participations dans deux sociétés de télécommunication : SFR (56%), le second opérateur de téléphonie mobile français, et Maroc Telecom (51%), la plus grande société de télécommunication au Maroc.

Le groupe détient également 20% des parts de NBC Universal, producteur américain de films et de programmes télévisés et exploitant de parcs à thème.

Le chiffre d'affaires en 2005 (19,5 milliards d'euros) se répartit comme suit :

■ Universal Music Group :	25%
■ Vivendi Universal Games :	3%
■ Canal+ :	18%
■ SFR :	45%
■ Maroc Telecom :	10%

■ Résultats et perspectives

Les résultats de 2005 ont dépassé les attentes et ont été accueillis favorablement par le marché.

Le bénéfice opérationnel a augmenté de 55% pour atteindre 2,1 milliards d'euros, après une hausse du chiffre d'affaires de 7% pour atteindre 19,5 milliards d'euros. L'évolution de la marge opérationnelle a également été positive : de 18,1% à 19,2%. Cela est principalement dû à la très belle augmentation des marges d'Universal Music Group et de Vivendi Universal games qui compense largement la baisse des marges de SFR. SFR, le poids lourd du groupe VU avec 65% du bénéfice opérationnel, a en effet vu ses marges diminuer de 32,4% à 27,9%.

La dette nette est passée de 4,7 milliards d'euros à 3,8 milliards d'euros.

Les perspectives sont rassurantes. Avec un bilan sain, un cash-flow annuel disponible de 1,9 milliards d'euros et un faible degré d'endettement de 31%, VU a à nouveau la flexibilité financière pour croître tranquillement. Jusqu'à présent, le groupe a essayé en vain de prendre le contrôle (51% de participation) du plus grand opérateur de télécommunication

mobile polonais PTC. Cette opportunité est considérée très positivement par le marché. Selon VU, cette transaction pourrait rapporter un bénéfice net supplémentaire de 150 millions d'euros. Les attentes bénéficiaires moyennes ont légèrement augmenté ces 4 dernières semaines (+1,5%).



■ Notre opinion

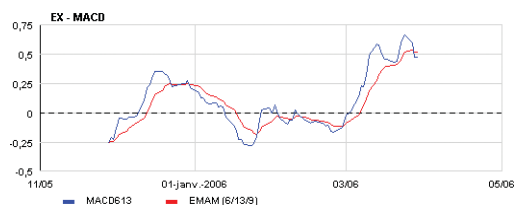
La valorisation de Vivendi Universal est relativement intéressante. Le dividende de 1 euro par action a agréablement surpris les analystes et est un bon signe quant au regain de la solidité financière du groupe. Actuellement, quelques rumeurs de reprise circulent suite à la prise de participation de 4% par un raider scandinave. Cela ne se passera probablement pas aussi vite que certains le souhaitent, et nous imaginons VU plutôt construire tranquillement son portefeuille. Vivendi Universal reste un achat intéressant dans une perspective de moyen terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	16,3 EUR
Valeur actif net tangible :	0,5 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,8
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	14,6
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	13,6
Rendement brut du dividende :	3,5%
Endettement :	31%
Prochains résultats :	20 Avril

■ Analyse technique

Bien que positif, le MACD à court terme a marqué une inflexion à la baisse le 24 mars dernier, confirmée par un silver cross à la vente le 28. De même, les stochastiques se sont retournées en zone de surévaluation technique le 23 mars, affirmant une fois de plus leur caractère précurseur. L'investisseur attendra un retour du cours en deçà de 26,16 EUR pour tenter un aller-retour jusqu'à 29,68 EUR, soit une plus-value potentielle de 13,45%.



■ Munich Re (MUV2 - Xetra) - Assurances - 118,06 EUR

■ Profil

Munich Re est, sur la base des primes perçues, l'un des plus grands réassureurs au monde et le deuxième plus grand assureur en Allemagne.

Munich Re a également une section gestion de fortune avec 147 milliards d'euros en portefeuille (fin 2004).

Le bénéfice de 2005 (2,7 milliards d'euros) se répartit comme suit :

■ Réassurances :	51%
■ Assurances :	43%
■ Gestion de fortune :	1%
■ Autres :	5%

■ Résultats et perspectives

Malgré les importants dommages causés par les cyclones en 2005, Munich Re est parvenu à maintenir son bénéfice net à niveau grâce aux plus-values générées par de la vente de certaines participations. Son bénéfice net a atteint, comme attendu par le marché, les 2,7 milliards d'euros, soit une hausse de 45%.

D'exceptionnels dommages, comme l'ouragan Katrina, ont pesé sur les résultats. Suite à cela, le résultat de la branche Réassurances a chuté de 16% pour atteindre 1,4 milliards d'euros. Comme Munich Re, les réassureurs Swiss Re et General Re (appartenant à Berkshire Hathaway) ont également subi de lourdes pertes dans ce secteur.

A long terme, l'effet positif de cette mauvaise saison d'assurance sera l'augmentation des primes de réassurance. Comme General Re, Munich Re a augmenté en janvier ses primes de dommage d'une dizaine de pourcents dans les régions touchées.

Grâce aux gains d'efficacité et au bénéfice exceptionnel tiré de la vente d'une participation dans une banque, la branche Assurances a vu son bénéfice augmenter de 270% pour atteindre 1,2 milliards d'euros. Depuis 2003, les gains d'efficacité ont déjà rapporté 300 millions d'euros annuellement et Munich Re s'attend encore à réaliser 200 millions d'euros d'ici 2008.

Pour appuyer sa confiance en l'avenir, Munich Re a accru le dividende par action de 55% pour le porter à 3,1 euros.

Dorénavant, le groupe souhaite gérer son capital de manière plus active et plus consciente des risques. Il va ainsi mesurer le rendement sur fonds propres en fonction du risque pris.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 se sont accrues le mois dernier de respectivement 1% et 2%.



■ Notre opinion

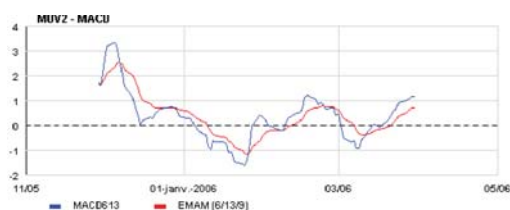
La valorisation de Munich Re est attractive. Le souhait du management de développer ses activités de manière plus consciente et de verser des excédents aux actionnaires est un bon signe. Munich Re donne également la priorité à la rentabilité sur le volume des primes. A 1,1 fois la valeur comptable et 10 fois le bénéfice attendu, nous achetons Munich Re dans une perspective de long terme.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	105,4 EUR
Valeur actif net tangible :	86,6 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,1
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	10,0
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	9,8
Rendement brut du dividende :	2,6%
Endettement :	27%
Prochains résultats (2006-Q1) :	9 mai

■ Analyse technique

Bien que tous nos indicateurs techniques soient positifs pour la valeur, il est trop tard pour prendre une nouvelle position à court terme. Que du contraire : le MACD semble être sur le point de se retourner, le cours fleurte avec la bande haute de Bollinger et les stochastiques sont en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra un retour du cours à 109 EUR pour tenter une plus-value potentielle de 9 % jusqu'à 119 EUR.



Gestion de Fortune

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

Nous avons vu le mois passé comment s'étaient comportés les placements en obligations et en actions au cours de ces douze dernières années et comment ces comportements se traduisaient dans nos quatre types de gestion. En particulier, nous avons vu que pour augmenter légèrement le rendement d'un placement, il avait fallu assumer un surplus de risque parfois important. Voyons aujourd'hui ce que ces placements et nos quatre types de gestion nous réservent pour l'avenir, à long terme. Comme le mois passé, notre analyse restera axée sur la zone euro.

Précisons toutefois préalablement que si une chose est sûre en matière de prévisions financières, c'est que celles-ci ne se réalisent jamais exactement. Au mieux, le résultat observé sera relativement proche de la prévision initiale. Outre la prévision en elle-même, il est donc intéressant d'évaluer la probabilité que le résultat final soit ou non éloigné de cette prévision.

Commençons par le placement en obligations. Combien un tel placement devrait-il rapporter dans les dix prochaines années ? Considérons un portefeuille obligataire diversifié de façon équilibrée entre dix obligations dont les échéances s'étalent de un à dix ans. Nous connaissons les rendements offerts, aujourd'hui, par le marché obligataire pour ces dix échéances. L'inconnue concerne les conditions de marché dans lesquelles les obligations qui arrivent à échéance pourront être réinvesties. Supposons que chaque réinvestissement s'opère dans une obligation d'une durée de dix ans (afin de maintenir l'équilibre initial entre les différentes échéances en portefeuille). La question revient à évaluer le rendement futur d'un placement obligataire à dix ans.

De quoi est composé un rendement à dix ans ? Du taux d'intérêt réel à dix ans et du taux d'inflation attendu pour les dix années suivantes. Aujourd'hui, le taux réel à dix ans en euro s'élève à 1,6%. Mais nous savons que ce taux est inférieur à sa norme historique, qui avoisine les 2,5%, notamment parce que le marché est actuellement envahi par des liquidités abondantes. La Banque centrale européenne ne tolérera plus très longtemps cette abondance monétaire alors que la croissance économique européenne est annoncée en accélération. Selon toutes vraisemblances, il nous paraît plus sage de miser sur une hausse du taux

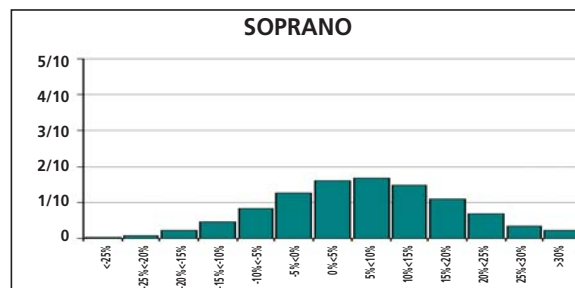
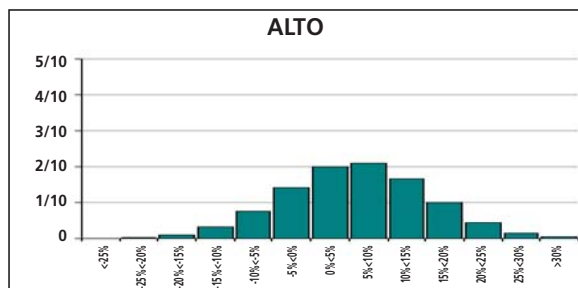
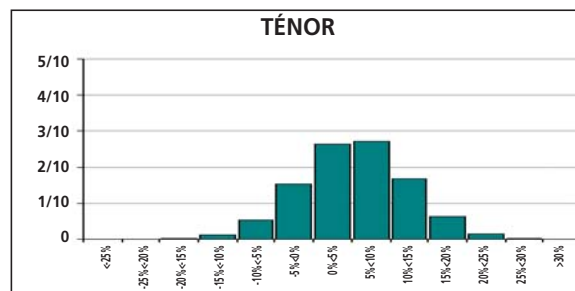
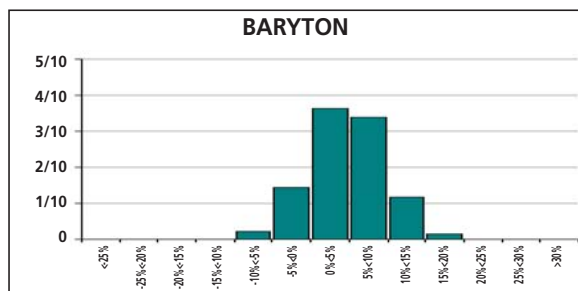
long réel que sur son maintien au niveau actuel voire une baisse. Admettons que ce taux revienne à 2% et s'y maintienne pendant dix ans. Quid de l'inflation ? Selon nous, la prévision la plus raisonnable consiste à miser sur la capacité de la Banque centrale européenne à atteindre ses objectifs. Or, en matière d'inflation, ceux-ci s'élèvent à 2%. Supposons donc que les anticipations inflationnistes de ces dix prochaines années, pour les dix suivantes, restent stables à 2%. Compte tenu de toutes les hypothèses précédentes, nous nous attendons donc à ce que les rendements nominaux à dix ans de la prochaine décennie s'élèvent à 4%. Cette prévision et la structure, connue aujourd'hui, des rendements offerts par le marché obligataire, nous permettent de calculer le rendement attendu du placement en obligations décrit plus haut, à savoir 3,8% par an, soit sensiblement moins que les 6,1% observés durant ces douze dernières années.

Quel rendement attendre aujourd'hui d'un placement en actions dans l'Union économique et monétaire (UEM) pour les dix prochaines années ? La prévision est, ici, encore plus téméraire. En fait, il a été démontré historiquement que, sur une très longue période, le rendement des bénéfices des actions d'un marché donné (c'est-à-dire le rapport entre le bénéfice par action des sociétés de ce marché et la valeur boursière de ces actions) correspond au rendement réel (i.e. inflation déduite) d'un placement dans ce marché.

Aujourd'hui, ce ratio s'élève, pour les 50 plus grosses sociétés cotées de l'UEM, à quelque 8%, auquel il faudrait ajouter notre objectif d'inflation, soit 2%, pour obtenir le rendement espéré nominal d'un placement en actions dans la zone euro pour les dix prochaines années. Par prudence, considérons que ce rendement attendu se limite à 8%, ce qui représente tout de même un peu plus du double du rendement attendu pour un placement en obligations.

Compte tenu de la répartition de ces deux types de placements dans nos différents types de gestion, nous pouvons déduire le rendement annuel moyen attendu pour chacun de ceux-ci :

■ Type Baryton	4,7%
■ Type Ténor	5,3%
■ Type Alto	5,9%
■ Type Soprano	6,5%



Comme nous l'avons rappelé plus haut, nous savons que le rendement que générera dans le futur un type de gestion donné ne pourra être précisément celui que nous avons prévu aujourd'hui que par un magistral coup du hasard. Nous devons donc évaluer la probabilité que le rendement que nous observerons réellement dans le futur soit ou non éloigné de notre prévision. Pour ce faire, nous devons estimer la volatilité du rendement des placements en obligations et en actions par rapport à nos prévisions (et la corrélation de ces rendements).

Durant ces douze dernières années, le taux d'intérêt à 10 ans a fluctué dans une fourchette de 5,6 points de pourcentage (entre 3,1% et 8,7%). Nous supposons qu'il ne devrait pas fluctuer davantage dans les dix prochaines années.

Il est plus délicat d'extrapoler le comportement d'un placement en actions de ces douze dernières années. En effet, cette période a été marquée par une impressionnante bulle spéculative et par l'éclatement qui en a suivi, tout aussi spectaculaire. Certes, la bourse connaîtra encore des bulles à l'avenir, mais pas tous les dix ans ! Pour diluer l'effet de la bulle des années nonante, nous extrapolons la volatilité des actions, non pas de ces douze dernières années, mais de ces septante dernières années.

En supposant que les placements en obligations et en actions subissent la même corrélation qu'ils ont connue durant ces douze dernières années, nous pouvons déduire des (nombreuses) hypothèses formulées plus haut la dispersion attendue du rendement escompté pour chacun de nos quatre types de gestion et mettre à jour les graphiques²

présentés dans notre précédente revue mensuelle sur la base, cette fois, de données prévisionnelles.

Soulignons, comme le mois passé, que cet exercice reste très théorique dans la mesure où les rendements mentionnés ne prennent en compte aucun frais ni aucune fiscalité. Ils supposent que tous les revenus générés (intérêts et dividendes) sont réinvestis immédiatement sans frais. Ils supposent également une répartition constante des investissements entre placements en actions et placements en obligations (qui impose de racheter des actions à chaque baisse des bourses et d'en vendre à chaque hausse). Sans parler des nombreuses hypothèses posées, qui ne se vérifieront pas toutes !

Aussi imparfaite soit notre analyse, il nous semble toutefois pertinent de noter les deux points suivants :

- 1) il est raisonnable d'escompter, à l'avenir, des rendements sensiblement inférieurs à ceux que nous avons connus ces douze dernières années, tant pour les placements en obligations que pour les placements en actions,
- 2) il reste vrai que la recherche d'un rendement seulement légèrement supérieur nécessite une prise de risque sensiblement plus élevée.

Il nous semble d'autant plus important d'attirer l'attention sur ce dernier point que le premier incite nombre d'investisseurs à prendre plus de risques. En effet, d'après notre petite analyse, il faudrait incorporer des placements en actions à hauteur de 50% dans un portefeuille d'obligations pour que celui-ci génère, à l'avenir, le rendement qu'il a généré ces douze dernières années... sans les actions et alors que l'inflation n'a pas été particulièrement élevée (1,96% en moyenne) !

² Comment lire les graphiques de distribution statistique du rendement annuel : à chaque barre correspond, pour la décennie à venir et le type de gestion précisé, la probabilité, lue verticalement (sur l'ordonnée), exprimée en nombre de possibilités sur dix, d'obtenir le rendement annuel, lu horizontalement (sur l'abscisse), exprimé en fourchettes de 5 points de pourcentage (e.g. entre 0% et 5%, entre 5% et 10%, etc.).

■ **Samedi 22 Avril 2006****Salon VFB - Dag van de Tips**

Langue : Néerlandais
 Lieu : Anvers
 Heure : 10h - 17h
 Informations : Siège de Bruxelles - Monsieur Guido Cloetens - Tél: 02/250 12 13

■ **Mardi 25 Avril 2006****Séminaire : L'analyse technique sur Leleux On Line**

Langue : Français
 Lieu : Casteau (Mons)
 Heure : 19h
 Orateur : Monsieur Olivier Leleux, Administrateur-délégué
 Inscriptions : Agence de Mons-Bertaimont - Roseline Bizoux - Tél: 065/56.06.60
 Agence de Mons-Havré - Sarah Astierperet - Tél: 065/31.13.76

■ **Jeudi 27 Avril 2006****Conférence : Investir en bourse via les trackers : de la théorie à la pratique**

Langue : Français
 Lieu : Liège
 Heure : 18h
 Orateur : Monsieur Pietro Aversano, Euronext
 Monsieur Olivier Leleux, Administrateur-délégué
 Inscriptions : Agence de Liège- Françoise et Vincent Thoreau Pitti - Tél: 04/221.23.44
 Agence de Grivegnée - Fernand Deschampheleire - Tél: 04/343.05.09

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 21 50 00
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 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
GENT – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
GENT – ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

Internet: <http://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

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 31 mars 2006