

Edito

C'est une très belle année boursière 2005 qui vient de s'achever. Avec des indices boursiers européens en hausse en moyenne de 20 % et un indice MSCI World en hausse de 8%, les investisseurs qualifieront probablement 2005 d'excellent cru, et ce nonobstant une économie européenne tardant à reprendre avec force le chemin de la croissance et une économie américaine commençant à s'essouffler.

Que nous réserve 2006 ? Il semble bien que toutes les pistes soient ouvertes. La rubrique Economie, que vous retrouverez en page 4 de votre revue mensuelle, tentera modestement de vous donner quelques clés d'analyse sur la situation économique mondiale. De même, la rubrique Euro-Obligations, que vous retrouverez en page 3, vous apportera quelques pistes de réflexion sur l'évolution des taux d'intérêts européen et américain. D'un point de vue plus structurel, 2006 sera probablement témoin de nombreux changements sur le statut de l'épargne en Belgique et en Europe. 2006 sera ainsi l'avant-dernière année où les titres achetés par un épargnant pourront lui être livrés physiquement. 2006 sera également l'année qui verra l'entrée en vigueur des droits de donation réduits en région wallonne, à l'instar des régions bruxelloise et flamande. Finalement, 2006 sera probablement l'année de la régularisation fiscale, fameuse DLU bis annoncée par le gouvernement fédéral. Durant cette période de mutation, qui nécessitera de nombreux changements d'habitudes et de vieux réflexes de la part des investisseurs

particuliers, Leleux Associated Brokers se propose de vous assister dans vos décisions et de vous informer de ces évolutions réglementaires et fiscales.

Mais 2006, ce sera surtout, pour chaque collaborateur de Leleux Associated Brokers, un nouvel engagement, une volonté renouvelée de vous fournir un service de qualité, alliant tradition et modernité. Plusieurs projets sont actuellement en cours de finalisation, telle l'adhésion de notre Maison à de nouveaux marchés boursiers internationaux, vous permettant d'agir plus rapidement, avec plus de transparence, sur ces marchés. De même, nos équipes travaillent actuellement sur une nouvelle version de notre application de passage d'ordres de bourse via Internet, Leleux On Line, nouvelle version incluant un module révolutionnaire d'analyse fondamentale.

Nos soixante chargés de clientèle se tiennent dès à présent à votre entière disposition pour passer en revue votre portefeuille, répondre à vos questions sur les répartitions stratégiques à suivre en 2006 ou encore vous renseigner et vous orienter pour la structuration de votre patrimoine ou la mise en gestion de celui-ci. N'hésitez pas à faire appel à leur expertise.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous présenter, au nom de notre Conseil d'administration et de l'ensemble de nos collaborateurs, nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour l'An Neuf.

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Val Saint-Lambert	6
	Analyse de Pfizer	7
	Analyse de Hewlett-Packard	8
	Analyse de Omega Pharma	9
	Analyse de General Motors	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	438,88	+4,80% ⁽¹⁾ ✓ +26,09% ⁽²⁾ ✓
BEL 20 (Belgique)	3.541,47	+4,34% ⁽¹⁾ ✓ +20,76% ⁽²⁾ ✓
CAC 40 (France)	4.751,88	+4,04% ⁽¹⁾ ✓ +24,36% ⁽²⁾ ✓
DAX (Allemagne)	5.409,65	+4,16% ⁽¹⁾ ✓ +27,10% ⁽²⁾ ✓
FTSE (G-B)	5.598,10	+3,23% ⁽¹⁾ ✓ +16,28% ⁽²⁾ ✓
SMI (Suisse)	7.512,90	+1,42% ⁽¹⁾ ✓ +31,96% ⁽²⁾ ✓
DJ Stoxx 50 (Europe)	3.356,02	+2,80% ⁽¹⁾ ✓ +20,95% ⁽²⁾ ✓
DJII (USA)	10.889,44	+0,77% ⁽¹⁾ ✓ +0,99% ⁽²⁾ ✓
NASDAQ (USA)	2.246,49	+0,61% ⁽¹⁾ ✓ +3,27% ⁽²⁾ ✓
TS 300 (Canada)	11.255,39	+3,98% ⁽¹⁾ ✓ +21,72% ⁽²⁾ ✓
NIKKEI (Japon)	15.941,37	+7,19% ⁽¹⁾ ✓ +38,76% ⁽²⁾ ✓
MSCI World	1.270,02	+3,14% ⁽¹⁾ ✓ +8,61% ⁽²⁾ ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

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)

0,84 -0,70%⁽¹⁾ 
+12,42%⁽²⁾ 

GBP/EUR (G-B)

1,46 -0,18%⁽¹⁾ 
+3,36%⁽²⁾ 

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,72 +2,02%⁽¹⁾ 
+0,51%⁽²⁾ 

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -1,34%⁽¹⁾ 
+2,31%⁽²⁾ 

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 -0,05%⁽¹⁾ 
-0,28%⁽²⁾ 

CHF/EUR (Suisse)

0,64 -0,38%⁽¹⁾ 
-0,66%⁽²⁾ 

AUD/EUR (Australie)

0,62 -1,77%⁽¹⁾ 
+6,46%⁽²⁾ 

CAD/EUR (Canada)

0,72 -0,68%⁽¹⁾ 
+15,07%⁽²⁾ 

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,46 +0,05%⁽¹⁾ 
+4,85%⁽²⁾ 

PLN/EUR (Pologne)

0,26 +2,42%⁽¹⁾ 
-7,04%⁽²⁾ 

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 +0,87%⁽¹⁾ 
-2,43%⁽²⁾ 

SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,82%⁽¹⁾ 
-4,62%⁽²⁾ 

- (1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2004
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25 %
par rapport à l'Euro

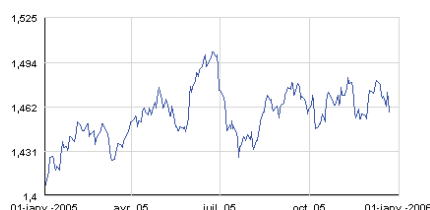
USD/EUR

Durant toute l'année écoulée, le dollar américain a suivi fidèlement les différences de taux d'intérêt avec son homologue européen, l'Euro. Cette différence ayant tendance à se stabiliser, le dollar américain devrait adopter un comportement moins volatile face à l'Euro.



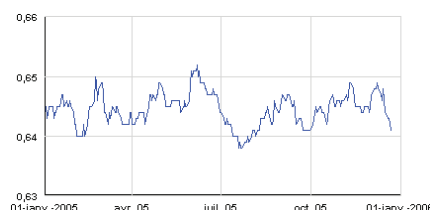
GBP/EUR

La livre sterling a été relativement volatile durant la période écoulée. Il semble que cette volatilité s'explique par les divergences d'opinion des opérateurs sur la stratégie de la Banque d'Angleterre et sur l'ampleur du ralentissement de la croissance britannique.



CHF/EUR

La monnaie helvétique est restée fidèle à son comportement sur toute l'année. L'économie suisse s'intégrant de plus en plus dans les économies de la zone Euro, le franc suisse a fait preuve de stabilité face à l'Euro.



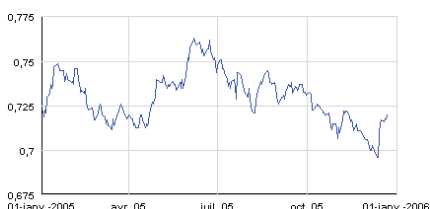
NOK/EUR

Certains parleront de dégringolade, d'autres de juste retour des choses. Compte tenu de l'importance du pétrole dans l'économie norvégienne, il est logique de retrouver une forte corrélation entre le prix de l'or noir et la couronne du Royaume. La baisse du prix du pétrole des derniers mois a ainsi laissé des traces importantes sur le cours de la couronne norvégienne.



JPY/EUR

Le yen japonais n'a pas pu profiter de la hausse de la bourse japonaise durant le deuxième semestre. Un changement éventuel vers plus de sévérité dans la politique monétaire nipponne par la banque centrale pourrait bien jouer en faveur du yen.



AUD/EUR

Les hausses des prix sur le marché des matières premières ont bien soutenu l'économie australienne et en conséquence, le dollar australien. La question de la poursuite de cette belle performance en 2006 peut dès lors se poser. Si le différentiel d'intérêt avec l'Euro venait à diminuer, le dollar australien en pâtirait certainement.



Euro-Obligations

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

Durant le mois écoulé, les banques centrales européennes et américaines ont toutes les deux relevé le loyer de l'argent de quelque 25 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage) à 2,25% et 4,25% respectivement. Le marché s'attend à ce qu'elles poursuivent le même mouvement encore une à deux fois dans les mois qui viennent, avant une stabilisation. Les taux à dix ans ont par contre à peine bougé, en euro (3,40%) comme en dollar (4,48%). Pour les trois mois qui viennent, le marché s'attend à une très légère hausse des taux longs en euro (5 à 10 points de base) et à une hausse plus sensible (40 points de base) en dollar.

Comme nous l'écrivions déjà le mois passé, ces anticipations nous laissent sceptiques. En effet, d'une part, les anticipations inflationnistes restent modérées dans les deux devises. D'autre part, le taux réel est sensiblement plus élevé en dollar qu'en euro. Nous pensons donc que le différentiel de taux longs entre les deux devises devrait

plutôt se réduire que s'accroître, d'autant que tout porte à croire que la croissance économique américaine devrait plutôt décélérer l'année prochaine alors que les indicateurs de sentiment se redressent en Europe.

Nous n'anticipons toutefois pas de dérapage des taux en euro, même si ceux-ci pourraient se tendre quelque peu. Les forces désinflationnistes sont trop importantes et la croissance reste relativement molle. Sans anticipation d'accélération de l'inflation, il n'y a pas de raison de craindre une hausse vigoureuse des taux longs.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel. La liste qui vous est proposée est distribuée à titre exclusivement indicatif. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins et est sujette à changements.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,5840% +36,50 ⁽¹⁾ +42,00 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,3580% -14,30 ⁽¹⁾ -32,50 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

3,9810% +4,00 ⁽¹⁾ +175,90 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,4320% -3,80 ⁽¹⁾ +21,00 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2004 en points de base

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
EUR	Rabobank	2,375%	02/07/2010	98,34	2,77%	Aaa	03/01
NOK	E.I.B.	3,750%	26/01/2009	101,78	3,14%	Aaa	26/01
TRY	I.B.R.D.	11,250%	04/01/2008	100,25	11,09%	Aaa	04/01
ISK	E.I.B.	8,000%	09/01/2008	100,85	7,53%	Aaa	09/01
NZD	G.E.C.C.	7,000%	15/07/2009	100,99	6,66%	Aaa	04/01

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Citigroup	3,500%	05/08/2015	100,16	3,48%	Aa1
AUD	B.N.G.	5,500%	03/11/2009	101,82	4,97%	Aaa
CAD	ANZ Bank	4,000%	12/11/2008	100,74	3,72%	Aa3
USD	NEDWBK	2,750%	30/12/2008	95,50	4,37%	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

Les indicateurs économiques nationaux, tant en Belgique qu'en Allemagne et dans le reste de la zone Euro, semblent indiquer qu'après une belle reprise, le climat de confiance des entreprises s'est stabilisé. Si l'économie américaine venait à s'affaiblir légèrement en 2006, ce à quoi nous nous attendons, la zone Euro pourrait alors réaliser plus facilement ses prévisions de hausse de croissance.

La récente hausse des taux d'intérêt de la Banque Centrale Européenne (BCE) n'aura pas d'influence sur la croissance économique européenne. Même une augmentation supplémentaire de 50 points de base serait insuffisante pour freiner la croissance. La BCE est surtout préoccupée par l'importante croissance de la masse monétaire et du crédit qui influence à la hausse le prix des actifs (comme par exemple, l'immobilier). La hausse continue du prix de l'or est ainsi une conséquence de la création monétaire mondiale dans les zones économiques importantes (Etats-Unis, Europe, Japon, Chine).

La confiance du consommateur reste quant à elle relativement faible. Il est vrai que les débats en Europe tournent tous autour des réformes économiques drastiques à entreprendre (Ne pensons qu'au pacte des générations en Belgique) et aux taux de chômage élevés.

L'inflation reste sous contrôle au sein de la zone Euro, et ce à l'instar du reste du monde. Dans l'hypothèse d'un prix du pétrole stable, l'inflation pourrait continuer sa lente descente. Seule la poursuite de la hausse des prix des autres énergies pourrait détériorer la situation.

■ Etats-Unis

Les économistes s'attendent à un ralentissement de l'économie américaine d'ampleur moyenne en 2006. Cependant, la reprise japonaise et la croissance plus rapide que prévue dans la zone Euro devraient être en mesure de compenser ce ralentissement au niveau mondial. Après des années d'une rentabilité élevée et de création de liquidités par les entreprises, seul un regain des investissements mondiaux en capitaux pourrait continuer à soutenir la croissance en 2006.

Le consommateur américain (et donc l'économie américaine) se porte bien face aux différentes modifications de son environnement économique : hausse importante des taux à court terme, ralentissement du marché immobilier, hausse importante des factures énergétiques.

Les indicateurs économiques américains les plus importants ne donnent pas encore une image claire de la situation aux Etats-Unis. Les indicateurs précurseurs nationaux semblent hésiter, mais ont tendance à se diriger vers le bas. Les indicateurs des secteurs de l'industrie et des services restent néanmoins provisoirement positifs.

La Fédéral Reserve Bank a légèrement revu sa position à l'occasion de la publication de la dernière hausse des taux d'intérêt à 4,25%. Nous nous attendons à ce que la Fed augmente encore à une ou deux reprises ses taux directeurs à court terme. La différence des taux avec la zone Euro devrait se stabiliser, grâce à quoi le rallye du dollar américain de 2005, basé en grande partie sur l'augmentation du différentiel des taux, devrait se terminer. Aussi longtemps que le marché ne s'attend pas à une politique de diminution des taux d'intérêt, politique qui serait menée si la croissance économique venait à ralentir fortement, le dollar américain ne devrait pas connaître la même dégringolade que celle qu'il a connu ces dernières années. Par contre, une forte volatilité de son cours n'est pas à exclure.

La forte diminution des prix de l'essence a contribué à rétablir la confiance du consommateur américain. Comme mentionné ci-dessus, le consommateur américain a jusqu'à ce jour bien tenu le coup. Néanmoins, aux vues des trois facteurs négatifs que sont le prix de l'énergie, la hausse des taux d'intérêts et la baisse de l'immobilier, un ralentissement moyen des dépenses des consommateurs reste bien le scénario le plus plausible pour 2006.

■ Japon

La reprise économique naissante est confirmée par quelques indicateurs économiques tels que l'enquête Tankan et l'indicateur précurseur national.

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

Les 50 plus grandes capitalisations européennes qui constituent l'indice DJ Stoxx 50, ont connu une tendance à la hausse durant le mois de décembre. Les valeurs financières s'inscrivent dans les meilleures hausses. Les valeurs de télécommunication étaient par contre parmi les valeurs en recul sur la période.



■ Nikkei 225

Le marché nippon n'a pas fait exception à la bonne tenue dans le monde entier des marchés d'actions. A noter les mauvaises performances durant le mois de décembre de TDK et Alps Electronics.



■ S & P 500

L'indice S&P 500, qui regroupe les 500 plus grandes capitalisations américaines, est resté relativement stable durant la période sous revue. Aucune valeur ne s'est d'ailleurs illustrée en particulier.



■ FTSE 100

L'indice britannique des cent plus grandes capitalisations a connu une belle performance durant ce mois de décembre. Ainsi, les titres Partygaming et Persimmon ont connu leur meilleure hausse. Seules les performances de Cadbury Schweppes et BP constituent la fausse note du mois et se retrouvent à nouveau parmi les valeurs perdantes.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel (ISM)	57,0	58,1	03/01
EU	Indice des prix à la consommation de la zone Euro (CPI)	2,2%	n/a	04/01
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services (ISM)	60,0	58,5	05/01
EU	Indice des prix à la production de la zone Euro (PPI)	-0,1%	0,6%	05/01
EU	Ventes au détail	0,3%	0,5%	05/01
JAP	Dépenses des familles	n/a	2,0%	10/01
USA	Balance commerciale	n/a	-\$ 68.9	12/01
EU	Réunion de la BCE sur les taux d'intérêt	n/a	2,25%	12/01
USA	Indice des prix à la production hors énergie et alimentation (PPI)	n/a	0,1%	13/01
JAP	Indice de confiance des consommateurs	n/a	48,2	17/01
USA	Ventes au détail (hors automobiles)	n/a	-0,6%	18/01
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (CPI)	n/a	0,2%	18/01
JAP	Indice des prix à la consommation hors alimentation fraîche (CPI)	n/a	n/a	27/01

Analyses de valeurs

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

■ Val-St-Lambert (VSLI – Euronext Bruxelles) Biens de consommation durables – 8,15 EUR

■ Profil

L'historique de Val-St-Lambert International (VSLI) est très mouvementé. Les origines de la société remontent à 1770. Le nom Val-Saint-Lambert date de 1826, mais ce n'est qu'en 1971 que l'entreprise est nationalisée. Après quelques tentatives de redressement, la faillite est demandée en 2002. Depuis 2003, la propriétaire actuelle, Sylvie Henquin, tente de relancer sa société.

Actuellement, les produits Val-Saint-Lambert sont distribués en 233 points de vente, dont Tiffany, Harrod's ou l'Inno, ou directement aux clients importants tels que les familles royales ou la Commission Européenne. Afin d'augmenter ses ventes, Val Saint Lambert envisage d'ouvrir ses propres magasins dans les villes les plus importantes du monde. Ces magasins constitueront entre autres une vitrine prestigieuse pour les nouvelles lignes de produits.

■ Résultats et perspectives

Val Saint Lambert envisage d'utiliser les fonds récoltés par l'introduction en bourse, soit 2,1 millions d'euro, comme suit.

- Rachat auprès du gouvernement wallon de la marque "Val-Saint-Lambert" pour 700.000 euros.
- Pour la fin 2006, ouverture de 4 magasins à Bruxelles, Paris, New York et Tokyo, avec un budget entre 150.000 et 600.00 euros par magasin.

En 2007 et 2008, Val Saint Lambert envisage d'ouvrir d'autres magasins à Londres, Dubai, Milan, Toronto, Berlin et Riyad. On peut déduire du plan de développement que l'investissement total s'élèvera donc à 2,4 millions d'euro.

Durant sa période d'expansion commerciale, de 2005 à 2008, Val Saint Lambert va accumuler pour 5,9 millions d'euro de flux négatifs de trésorerie. Sur base du plan d'affaires, la dernière année devrait être témoin des premiers flux positifs de trésorerie. Grâce à l'augmentation de capital et à l'amélioration des fonds propres par des immobilisations incorporelles (droits sur la marque),

on s'attend à ce que le taux d'endettement ne dépasse pas 32% à la fin 2008.

■ Notre opinion

L'historique difficile de Val Saint Lambert nécessitait une valorisation relativement basse pour son introduction en bourse. Un prix de 5,68 euros par action représentait essentiellement la valeur des fonds propres, ce qui était une valorisation raisonnable. Depuis, le cours a flambé, avec une hausse de 43%, ce qui a absorbé le potentiel de hausse de la valeur. Le cours de Val Saint Lambert est actuellement proche de la valorisation du business plan.

Val Saint Lambert a l'opportunité de rencontrer un grand succès mondial si elle mène une bonne stratégie commerciale avec des produits adaptés. Des produits de luxe et de prestige sont notamment très populaires dans les pays émergents et en Asie (Chine, Japon, Hong Kong, Russie, ...). Comparaison n'est pas raison, mais Louis-Vuitton et Hermès ont connu des succès importants dans des secteurs d'activités relativement proches. Néanmoins, sans politique commerciale adaptée, la stratégie d'expansion pourrait se terminer en véritable fiasco.

Compte tenu de ce risque, nous estimons que Val Saint Lambert est uniquement digne d'achat aux alentours de 6 euros.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	5,6 EUR
Valeur d'actif net tangible :	5,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,5
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	271,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	29,1
Rendement brut du dividende :	0%
Endettement :	8,3%
Prochains résultats (2005) :	p/d

■ Analyse technique

L'analyse technique se basant sur une étude statistique des 500 derniers cours de bourse et des volumes de titres échangés, l'entrée récente de Val Saint Lambert sur Euronext Bruxelles ne permet pas ce type d'analyse.

■ Pfizer (PFE – NYSE) – Pharmaceutique et Biotech – 24,00 USD

■ Profil

Pfizer est le premier producteur pharmaceutique mondial. Parmi ses produits phares, les plus connus du grand public sont Lipitor, Zyrtec (distribution aux Etats-Unis pour UCB) et Celebrex.

Le chiffre d'affaires de l'année dernière, qui s'établit à 52,5 milliards de dollar, s'est réparti de la façon suivante :

■ Etats-Unis :	56%
■ Japon :	6%
■ Reste du monde :	38%

■ Résultats et perspectives

L'industrie pharmaceutique traditionnelle a fortement souffert ces dernières années. Les brevets échus, les actions intentées en justice, la concurrence des produits génériques ou le manque de nouveaux produits, rien ne leur a été épargné. Les cours de ces valeurs, qu'on dénommait autrefois les "stars de la bourse", sont désormais retombés à des valorisations relativement intéressantes¹.

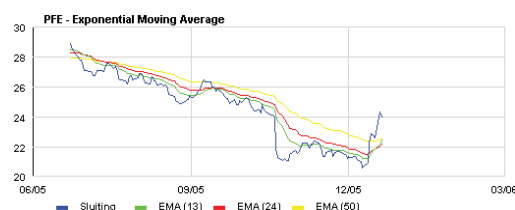
Pfizer n'a malheureusement pas échappé à cette tendance. Non seulement son chiffre d'affaire s'est érodé durant l'année en cours, mais ses produits phares, tels que Lipitor (qui diminue le cholestérol), Celebrix (pour les maladies cardio-vasculaires) et Neurontin (épilepsie), n'ont pas connu la hausse du chiffre d'affaires espérée. Le bénéfice net du troisième trimestre s'est ainsi réduit de moitié à 1,6 milliard de dollar et son chiffre d'affaire s'est contracté de 5% à 12,2 milliards d'euros.

Le médicament phare de Pfizer, Lipitor, n'a vu son chiffre d'affaire augmenter que de 6% à 2,9 milliards de dollar, soit 24% du chiffre d'affaire du groupe. C'est évidemment plus bas que les 8% de hausse qu'a connu le marché américain des réducteurs de cholestérol qui, à son tour, a connu une croissance inférieure de moitié à celle du premier trimestre 2005.

Mais tout n'est pas noir. Pfizer a récemment remporté une victoire juridique très importante contre un concurrent indien relative au brevet de Lipitor : en première instance, Pfizer a gardé 2 patentes importantes sur Lipitor, ce qui lui évite une concurrence des produits génériques jusqu'en 2011. Pfizer a également obtenu gain de cause en Norvège et en Grande-Bretagne. Son concurrent indien (Ranbaxy) a décidé d'aller en appel de ces jugements.

La rentabilité de Pfizer reste néanmoins excellente, avec une marge bénéficiaire de 13,1% pour le troisième trimestre (le plus mauvais de l'année) et une augmentation du dividende de 26%. Pfizer va également renouveler son programme de rachat d'actions pour un montant total de 5 milliards de dollar.

Les attentes moyennes bénéficiaires sont restées stables durant le dernier mois.



■ Notre opinion

La valorisation relativement faible reflète l'absence attendue de croissance pour 2006 et 2007, ainsi que le risque lié aux brevets. En 2006, Pfizer devrait mettre 5 nouveaux médicaments sur le marché. La première victoire dans l'affaire Lipitor constitue une excellente nouvelle, mais ne signifie pas pour autant un arrêt de la tendance actuelle. Etant donné sa valorisation relativement basse et sa rentabilité qui reste excellente, les investisseurs à long terme peuvent rentrer dans le marché au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	9,0 USD
Valeur actif net tangible :	1,5 USD
Ratio cours / Valeur comptable :	2,7
Ratio cours / bénéfice (2005) :	12,4
Ratio cours / bénéfice (2006) :	11,8
Rendement brut du dividende :	4,0%
Endettement :	27%
Prochains résultats (2005) :	19 Janvier

■ Analyse technique

Le MACD à court terme a effectué un Golden Cross à l'achat le 13 décembre dernier. Les stochastiques viennent cependant de se retourner en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra un retour des stochastiques en zone de sous-évaluation technique pour tenter un trading entre 19,67 et 24,49 dollars, soit une plus-value potentielle de 24,50%.

¹ Le PER moyen du secteur pharmaceutique s'établit désormais entre 11 et 13, au lieu des 40-50 dans les années nonante.

■ Hewlett-Packard (HPQ – NYSE) – Produits technologiques et Services – 28,88 USD

■ Profil

Hewlett-Packard est un fournisseur mondial d'infrastructure informatique, de systèmes de sauvegardes informatiques, d'imprimantes, de systèmes de visualisation et de services informatiques. Après la reprise de Compaq en 2002, HP est devenu le principal producteur de PC et de serveurs.

Le chiffre d'affaire du groupe, qui s'établissait au dernier trimestre¹ 2005 à 23,2 milliards de dollar, se répartit entre les divisions suivantes :

■ Imaging & Printing :	29%
■ Personal Systems :	31%
■ Enterprise Systems :	19%
■ HP Services :	17%
■ Autres activités :	4%

■ Résultats et perspectives

Le bénéfice net du dernier trimestre de l'année a atteint 1,5 milliard de dollar, soit 11% au dessus des attentes des analystes et en progression de 39% par rapport au trimestre précédent. Le chiffre d'affaires du groupe a augmenté de 7,2% à 22,9 milliards de dollar, dépassant même les attentes de la direction d'HP.

Grâce à une politique de réduction des coûts et à une politique commerciale adaptée, la majorité des divisions du groupe ont enregistré d'excellents résultats. Le chiffre d'affaires de la division PC a ainsi augmenté de 8,8% à 7,1 milliards de dollar. HP a réduit les prix de certains modèles et a pu ainsi augmenter les volumes de 18,5%, ce qui est supérieur à la hausse des volumes de son concurrent Dell et au secteur en général. Le bénéfice de la division a doublé à 200 millions. Les autres divisions ne sont pas en reste. La division serveurs a quadruplé son bénéfice à 405 millions et la division Software est redevenue, comme promis par la direction, bénéficiaire avec un bénéfice de 27 millions. Seules les divisions Imprimantes et Services ont enregistré une diminution de leurs bénéfices opérationnels, respectivement de 18 % à 896 millions et de 14 % à 322 millions. Afin de préserver ses parts de marchés, HP a réduit les prix de ses imprimantes. Les volumes ont certes augmenté de 8 %, ainsi que le chiffre d'affaires de 3,7%, mais les marges se sont réduites à 13,2%, contre 16,6%. HP s'attend à ce que les marges de la division imprimantes se situent entre 13 et 16%. 55% du chiffre d'affaires de cette division provient des fournitures pour imprimantes, telles que les cartouches d'encre, ce qui garantit à la division un chiffre d'affaire récurrent.

Les attentes moyennes bénéficiaires sont restées stables durant les 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

Sous la direction du nouveau CEO, Mark Hurd, HP a pu clairement retrouver son dynamisme. En même temps, HP a revu à la hausse ses prévisions de bénéfices pour le premier trimestre 2006 à 7%, et ce au dessus des attentes moyennes qui prévoyaient un chiffre d'affaires en diminution de 2%. Depuis notre dernière recommandation sur le titre, dans la Revue Mensuelle de mars 2005, le cours a progressé plus rapidement que prévu (hausse de 43%), et plus fortement que les attentes de bénéfice. Au cours actuel, nous conservons le titre. Si une correction du cours se présentait vers les 26,50 dollars, un nouvel achat serait à envisager.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	13,1 USD
Valeur actif net tangible :	6,0 USD
Ratio cours / Valeur comptable :	2,2
Ratio cours / bénéfice (2005) :	15,8
Ratio cours / bénéfice (2006) :	13,6
Rendement brut du dividende:	1,1%
Endettement :	14%
Prochains résultats (Q1 – 2006) :	nc.

■ Analyse technique

L'indicateur MACD a effectué un golden cross à la vente le 16 décembre dernier, précédé le 30 novembre par un retournement des stochastiques en zone de surévaluation technique. Mais un nouveau retournement des stochastiques en zone de sous-évaluation technique est en cours de préparation, ce qui permettra à l'investisseur spéculatif de tenter un trading entre 28,57 et 30,25 dollars.



¹ HP clôture son exercice comptable au 31 octobre.

■ Omega Pharma (OME– Euronext Bruxelles) – Pharmaceutique et Biotech – 42,60 EUR

■ Profil

Depuis sa création en 1987, Omega Pharma a pu maintenir sa croissance grâce à une combinaison de croissance interne et de reprises ciblées, lui permettant de devenir un acteur européen sur le marché des produits sans prescription pour soins personnels. Le groupe se compose de sept départements, qui sont regroupés sous deux grandes divisions, Business to Consumer, produits de consommations représentant 40% du chiffre d'affaires, et Business to Business, produits professionnels représentant 30% du chiffre d'affaires.

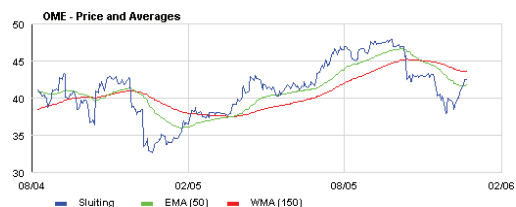
Omega Pharma dispose de l'équipe de vente la plus importante en Europe et couvre avec près de 600 vendeurs environ 110.000 pharmaciens. Avec une part de marché de 2,6%, elle occupe la sixième place en Europe. Bayer est la plus importante avec 4,4% des parts de marchés.

■ Résultats et perspectives

Les résultats des neuf premiers mois de 2005 ont enregistré une croissance interne du chiffre d'affaires de 8% à 705 millions d'euro. Cette croissance s'est ralentie par la suite pour se stabiliser à 4,3% au troisième trimestre. La marge brute a augmenté de 1,2% à 51,9%, grâce à des ventes importantes des marques phares ("Star", par exemple Predictor et Davitamon, et "Key", marques nationales).

Omega Pharma a déçu les marchés suite à un avertissement sur bénéfice pour 2005 et à une prévision de bénéfice inférieure pour 2006. Le groupe table sur un bénéfice par action de 3,70 euros (contre 3,50 euros en 2005) et une croissance interne de 6%, soit le double de la croissance du secteur. Omega Pharma espère atteindre ce résultat grâce à des synergies commerciales avec les marques les plus importantes, grâce à des innovations, et grâce à des restructurations au sein de la division Business to Business (Alpha Pharma). Le groupe prévoit d'ailleurs l'introduction en Bourse en 2008 de la division. Alpha Pharma suivrait alors une stratégie de croissance propre, et ce surtout pour les petites reprises. La division Omega Dental, qui n'est pas parvenue à se vendre en 2005, fait également partie de Alpha Pharma. Une restructuration de la division, suivie d'une introduction en bourse de Alpha Pharma, constitue probablement la meilleure stratégie pour obtenir le plus de liquidités pour cette division afin de pouvoir investir dans les produits de consommation.

Les prévisions moyennes de bénéfices pour 2005 et 2006 ont été revues à la baisse durant les 4 dernières semaines à 2%.



■ Notre opinion

Après une forte expansion durant les dernières années, Omega Pharma a déçu avec des résultats en deçà des attentes. Le marché est visiblement méfiant par rapport aux prévisions bénéficiaires revues à la baisse pour 2006, ce qui s'exprime par une faiblesse du cours de l'action. Le programme de réduction des coûts, baptisé Vitamin-O, devrait générer en 2006 16 millions d'euro d'économie, ce qui signifie un bénéfice net de 0,40 euro par action. Il est évident que la direction d'Omega Pharma ne prend pas cette économie en compte dans ses calculs de prévisions pour 2006. Dans le cas contraire, il devrait monter son dividende par action à 3,90 euros par action (3,50 + 0,40). Etant donné sa valorisation relativement basse, son potentiel de restructuration et les possibles surprises liées à son bénéfice, nous sommes acheteur du titre au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	16,4 EUR
Valeur actif net tangible :	neg.
Ratio cours / Valeur comptable :	2,6
Ratio cours / bénéfice (2005) :	12,7
Ratio cours / bénéfice (2006) :	11,2
Rendement brut du dividende :	0,6%
Endettement :	106%
Prochains résultats :	16 Mars

■ Analyse technique

Le MACD à court terme a effectué un golden cross à l'achat le 14 décembre, mais semble entamer une inflexion à la baisse. Parallèlement, les stochastiques viennent de se retourner en zone de surévaluation technique. L'investisseur prudent attendra le retour des stochastiques en zone de sous-évaluation pour tenter un trading entre 37,28 et 43,33 euros, soit 16,22% de plus-value potentielle.

■ General Motors (GM – NYSE) – Automobiles et pièces détachées – 20,00 USD

■ Profil

General Motors (GM) est le plus grand constructeur automobile au monde. Le groupe produit 4,7 millions de voitures dans 32 pays et compte 324.000 collaborateurs. Incluant les camions, GM a vendu 9 millions de véhicules. Les marques les plus connues du groupe sont Chevrolet, Pontiac, Cadillac, Hummer, Saturn, Opel et Saab.

En 2004, le chiffre d'affaire s'est établi à 194 milliards de dollar et se répartit comme suit :

■ Etats-Unis :	70%
■ Union Européenne :	13%
■ Grande-Bretagne :	4%
■ Reste du monde :	13%

■ Résultats et perspectives

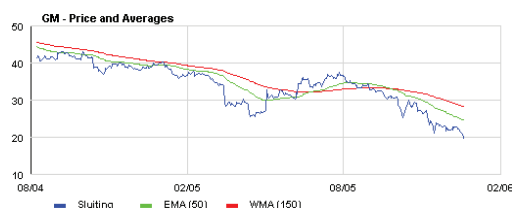
Les mauvaises nouvelles perdurent chez GM. Les résultats du troisième trimestre, soit une perte de 1,1 milliard pour un chiffre d'affaire de 47,2 milliards, n'apportent aucun espoir de stabilisation ou d'amélioration. Durant les 9 premiers mois de l'année, GM a perdu plus de 4,8 milliards de dollar sur le marché nord-américain et le chiffre d'affaire a chuté jusqu'en novembre de 3,8%. GM espère encore et toujours pouvoir relancer sa division pick-up et Suvs avec de nouveaux modèles, et ce malgré le fait que ce type de véhicule gros consommateur d'essence soit à la base des problèmes de GM.

Jusqu'à présent, la direction a essayé de gagner du temps en mettant en place des réductions de coûts et des ventes d'actifs. En 2006, GM espère économiser 8 milliards de dollar, parmi lesquels 1 milliard sur les soins de santé. Ce montant représente 20% des coûts opérationnels de base. 30.000 licenciements ont également été annoncés. Pendant ce temps, GM recherche un repreneur pour une participation majoritaire dans GMAC, la division financière et le joyau du groupe. L'annonce d'un accord est attendue pour le premier trimestre 2006 avec un partenaire financier, tel GE Financial Services, qui administrerait GMAC. La valeur comptable de GMAC est évaluée à 11 milliards de dollar, équivalent à la valeur marché totale du groupe GM. La division automobile du groupe est donc évaluée comme sans valeur par le marché.

Récemment, un actionnaire de référence du groupe, Kirk Kerkorian, a revendu 20% de ses positions en GM afin de récupérer fiscalement ses pertes qui avoisineraient les 32%. Apparemment, le fait que M. Kerkorian n'ait pas obtenu un siège au

conseil d'administration de GM afin de mettre la direction directement sous pression, a influencé sa décision. S'il veut bénéficier de l'avantage fiscal recherché, M. Kirkorian ne peut racheter ses actions qu'après 31 jours, ce qui pourrait constituer un soutien positif au cours du titre.

Les attentes bénéficiaires pour 2006 ont été revues à la baisse de 16 % durant ces 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

Depuis notre avis de vente dans la revue mensuelle du mois d'avril, le titre a perdu 32% de sa valeur. Malgré cette baisse, nous pensons que la fin du tunnel est encore loin. Certains modèles financiers (Altman) donnent une probabilité de 47% d'une faillite de GM dans les 5 ans à venir. La seule issue possible au problème est un renouvellement en profondeur des modèles des voitures, ce qui impliquerait une nouvelle direction à la tête du groupe. Les réductions de coûts et les ventes d'actif ne suffiront pas.

Une restructuration réussie donnerait au titre plus de valeur que son cours actuel, mais étant données les trop grandes incertitudes sur la survie de la société, nous sommes vendeur du titre.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	12,4 USD
Valeur actif net tangible :	0,6 USD
Ratio cours/ Valeur comptable :	1,8
Ration cours/bénéfice (2005) :	16,7
Ration cours/bénéfice (2006) :	14,9
Rendement brut du dividende :	3,5%
Endettement :	116%
Prochains résultats (2005) :	1 ^{er} Mars

■ Analyse technique

Le MACD à court terme est en chute libre et le cours perce par le bas les bandes de Bollinger. Quant aux stochastiques, même s'ils sont en zone de sous-évaluation technique, rien de bon ne se profile à l'horizon. L'investisseur préférera des valeurs disposant de données fondamentales plus saines pour réaliser des opérations de trading.

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

■ Stratégie d'investissement

Notre stratégie d'investissement n'a pas changé depuis le mois passé. La prime de risque des actions – européennes en particulier – reste très confortable. Autrement dit, le placement en actions est très bien rémunéré par rapport au placement sans risque, dont le rendement est historiquement très bas. Or les sociétés publient, globalement, de bons résultats. En Europe en particulier, les prévisions bénéficiaires continuent d'être relevées régulièrement, ce qui offre un soutien aux marchés boursiers. En gestion de fortune, nous continuons donc à sur-pondérer les actions.

Comme nous l'écrivions déjà le mois passé, nous patientons pour prendre position en immobilier. En effet, sur le marché belge, les sicafi se traitent avec une prime moyenne de 15%. Une baisse de l'engouement pour ce secteur (e.g. suite à une hausse des taux réels) pourrait rapidement faire fondre cette prime. Nous attendons donc un repli pour réaliser des achats très progressifs.

La répartition stratégique des différentes formes de placements pour le profil offensif est la suivante (les poids pivots sont entre parenthèses) :

Placements en actions :	55% (50%)
■ Actions individuelles	27,5% (25%)
■ Actions diversifiées	27,5% (25%)
Placements alternatifs :	0% (10%)
■ Immobilier	0% (5%)
■ Autres	0% (5%)
Placements à terme fixe :	45% (40%)
■ Obligations	35% (35%)
■ Liquidités	10% (5%)

■ Placements diversifiés en actions

Pour rappel, les placements diversifiés en actions consistent en une sélection d'organismes de placements collectifs réunis au sein de la sicav Leleux Invest FoF World Equities (voir le numéro de septembre de notre revue mensuelle). Il s'agit donc d'un fonds de fonds dont les investissements sont diversifiés à travers le monde, les styles de gestion et les gestionnaires. Sur les douze mois écoulés, la valeur nette d'inventaire du fonds s'est appréciée de 23,6%.

■ Placements en actions individuelles

Nous nous laissons actuellement porter par les bourses et attendons un léger repli pour poursuivre notre politique d'achats progressifs conformément à notre approche "Value" (voir le numéro d'octobre de notre revue mensuelle). Aucun achat n'a été réalisé en gestion de fortune durant le mois écoulé. Nous continuons à surveiller plusieurs sociétés qui pourraient rejoindre notre sélection en cas de repli des bourses.

Secteur	Déjà en portefeuille	Sous surveillance
Energie	Repsol OMV	ENI
Matériaux	DSM Schneider Electric	Saint-Gobain
Industrie		
Biens de consommation durable	Renault Vivendi Universal	PPR Thomson
Biens de consommation courante	Henkel	Delhaize
Soins de santé	Sanofi Aventis	
Banques	Commerzbank Crédit Agricole Deutsche Bank	Banca Popolare di Milano BNP Paribas
Assurance	Allianz	Aegon
Technologie de l'information	Cap Gemini	STMicroelectronics
Télé-communications	Deutsche Telekom France Telecom	Telecom Italia
Services aux collectivités	E.On	EDP Snam Rete Gas

■ Placements en obligations

Malgré la faiblesse des rendements obligataires, nous ne sous-pondérons pas activement la part des portefeuilles investie en obligations. En effet, malgré des signes annonciateurs d'une embellie conjoncturelle, la croissance économique reste molle en Europe. L'inflation reste également modérée et pourrait même baisser quelque peu si le pétrole se stabilise, voire se replie. Comme nous l'écrivons dans notre rubrique "Euro-obligations", les taux pourraient se tendre un peu, mais ne devraient pas connaître de hausse vigoureuse et durable. Nous nous montrons dès lors patients et opportunistes pour investir les portefeuilles en obligations.

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
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
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 – BERTAİMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– 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

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 23 décembre 2005