

## Edito

Le début de l'année est une période traditionnellement propice aux vœux de Nouvel An et aux bonnes résolutions. Pour les intermédiaires financiers, il s'agit également d'une période privilégiée de rencontres avec notre clientèle, nous permettant de faire le point sur la situation des portefeuilles de nos clients, sur les performances des investissements durant l'année écoulée et sur les actions à entreprendre en 2007. Au cours de ces entretiens, nous avons régulièrement l'occasion de discuter avec les investisseurs particuliers de la disparition prochaine des titres au porteur. En effet, dans moins d'un an désormais, le titre au porteur ne sera plus. La première phase de la dématérialisation des titres aura ainsi débuté, les livraisons physiques de titres étant interdites à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008. Les propriétaires de titres au porteur disposeront alors de cinq années pour les déposer auprès de leurs institutions financières. Si à l'expiration de cette période, au 1<sup>er</sup> janvier 2015, des titres au porteur sont encore en circulation, l'émetteur des titres se trouvera dans l'obligation légale de les vendre endéans le mois et de déposer le produit de cette vente auprès de la Caisse des Dépôts et des Consignations. Il ne restera plus au propriétaire des titres qu'à demander par la suite la restitution du produit de la vente auprès de cette Caisse, moyennant la preuve de la propriété de ces titres (bordereau d'achat à l'appui) et le paiement d'une amende égale à 10% de ce produit par année de retard.

Certains investisseurs particuliers ont pris le pari d'attendre la dernière minute pour déposer leurs titres sous dossier. Chez Leleux Associated Brokers, nous sommes convaincus qu'il s'agit d'une erreur. Les raisons en sont multiples, mais je n'en retiendrai ici qu'une. Ce que de nombreux investisseurs ont tendance à oublier, c'est qu'il est essentiel d'envisager la dématérialisation des titres dans un cadre légal plus large, incluant notamment les nouvelles législations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Depuis les attentats de septembre 2001, le législateur, tant au niveau belge qu'au niveau européen, a considérablement renforcé les

dispositifs visant à contrôler la manipulation physique de valeurs mobilières. Ces nouvelles législations ont engendré des responsabilités importantes dans le chef des intermédiaires financiers qui se retrouvent dans l'obligation désagréable de demander à leurs clients lors du dépôt de titres ou d'espèces, des documents justifiant l'origine de ces valeurs. En pratique, lors du dépôt de titres par exemple, l'intermédiaire financier se doit désormais de demander à son client une copie de documents attestant qu'il est le propriétaire de ces titres. L'investisseur devra ainsi disposer des décomptes de paiement de coupons sur les 5 dernières années ou de son bordereau d'achat, le tout étant bien entendu établi à son nom propre. Si cette situation est encore aujourd'hui gérable, il faudrait être naïf de croire que ces dispositions visant à lutter contre le financement du terrorisme ne seront pas renforcées au cours des cinq prochaines années. Nous pourrions très rapidement nous retrouver dans des situations où l'investisseur ne pourrait plus déposer ses titres faute de documents attestant qu'il en est réellement le propriétaire.

Une autre crainte régulièrement évoquée par les investisseurs particuliers est celle des droits de succession. Avant toute chose, le caractère physique ou non des valeurs mobilières ne modifie ni la base taxable, ni le montant des droits de succession. De plus, les droits de succession peuvent désormais être réduits à un strict minimum dans le cadre d'une planification successorale bien pensée. Le législateur a ainsi prévu dans les trois régions de notre pays des régimes favorables pour la donation des valeurs mobilières, permettant à l'investisseur particulier de transférer tout ou partie de son patrimoine aux personnes de son choix, en s'acquittant d'un droit d'enregistrement variant entre 3 et 7 %.

Dans cette matière nouvelle comme dans nos autres métiers traditionnels, les 65 chargés de clientèle de Leleux Associated Brokers sont à votre entière disposition pour évoquer avec vous les différentes solutions vous permettant de préserver au mieux vos intérêts et ceux de vos proches. En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

497,21 +4,09%<sup>(1)</sup> ✓  
+13,83%<sup>(2)</sup> ✓

### BEL 20 (Belgique)

4.361,30 +5,34%<sup>(1)</sup> ✓  
+22,88%<sup>(2)</sup> ✓

### CAC 40 (France)

5.525,16 +3,69%<sup>(1)</sup> ✓  
+17,16%<sup>(2)</sup> ✓

### DAX (Allemagne)

6.605,23 +4,69%<sup>(1)</sup> ✓  
+22,13%<sup>(2)</sup> ✓

### FTSE (G-B)

6.233,60 +3,06%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,95%<sup>(2)</sup> ✓

### SMI (Suisse)

8.814,91 +3,89%<sup>(1)</sup> ✓  
+16,23%<sup>(2)</sup> ✓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.711,88 +3,05%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,83%<sup>(2)</sup> ✓

### DJII (USA)

12.510,57 +2,36%<sup>(1)</sup> ✓  
+16,73%<sup>(2)</sup> ✓

### NASDAQ (USA)

2.431,22 -0,02%<sup>(1)</sup> ✗  
+10,24%<sup>(2)</sup> ✓

### TS 300 (Canada)

12.852,59 +0,79%<sup>(1)</sup> ✓  
+14,02%<sup>(2)</sup> ✓

### NIKKEI (Japon)

17.224,81 +5,84%<sup>(1)</sup> ✓  
+6,91%<sup>(2)</sup> ✓

### MSCI World

1.486,32 +2,14%<sup>(1)</sup> ✓  
+18,17%<sup>(2)</sup> ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2005

## Sommaire

Devises	2
Euro-Obligations	3
Economies	4
Marchés	5
Analyse de Suez	6
Analyse de CSM	7
Analyse de Colruyt	8
Analyse de Pfizer	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)

**0,76** +0,73%<sup>(1)</sup> -10,95%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,49** +0,42%<sup>(1)</sup> +2,47%<sup>(2)</sup>

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

**0,64** -1,86%<sup>(1)</sup> -11,98%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,12** -1,05%<sup>(1)</sup> -3,07%<sup>(2)</sup>

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

**13,41** +0,00%<sup>(1)</sup> +0,05%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,62** -1,30%<sup>(1)</sup> -3,27%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,60** +0,62%<sup>(1)</sup> -3,16%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,66** -1,01%<sup>(1)</sup> -10,81%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,63** +1,16%<sup>(1)</sup> +5,26%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,26** -1,18%<sup>(1)</sup> +11,31%<sup>(2)</sup>

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

**0,40** +1,92%<sup>(1)</sup> +0,40%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

**0,11** +0,27%<sup>(1)</sup> +3,88%<sup>(2)</sup>

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

## USD/EUR

La baisse attendue des taux d'intérêt à court terme en dollar par la Réserve fédérale américaine rend le billet vert potentiellement relativement moins attractif. C'est d'autant plus vrai que la Banque centrale européenne devrait, elle, continuer de relever le loyer de l'argent en euro. Rien d'étonnant donc à ce que le dollar baisse par rapport à l'euro.



## GBP/EUR

La vigueur de l'économie laisse présager de futures augmentations de taux par la banque centrale d'Angleterre, ce qui soutient la livre sterling. D'un point de vue historique, cette monnaie n'est pas si chère vis-à-vis de l'euro quand on se souvient de son cours record de 1,73 début 2000. Face au dollar par contre, la livre a réellement atteint un cours record de 1,96 comparé à son point le plus bas de 1,39 atteint en 2001.



## CHF/EUR

La banque centrale suisse est devenue plus optimiste qu'avant concernant l'inflation attendue pour ces prochaines années. Elle ne relèvera donc probablement pas ses taux autant que prévu initialement. Cette nouvelle pèse en ce moment sur le franc suisse.



## NOK/EUR

Le mois dernier, la couronne norvégienne a faibli suite à la baisse du prix du pétrole. A moyen terme cependant, elle pourrait se ressaisir par rapport à l'euro au vu de la prévision par le gouverneur de la banque centrale de Norvège de relever le taux d'intérêt de très court terme de 3,5% à 5,5% d'ici 2008. La banque centrale n'exclut par ailleurs pas des taux plus élevés encore.



## JPY/EUR

La faiblesse de l'économie japonaise pèse sur le Yen. La banque centrale du Japon va probablement veiller à stabiliser ses taux afin de ne pas perturber inutilement son économie.



## AUD/EUR

La banque centrale australienne a décidé de garder ses taux inchangés à 6,25%. Le gouvernement a diminué ses objectifs de croissance économique de 0,75 points à 2,5%.



# Euro-Obligations

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

Les marchés obligataires ont terminé l'année 2006 en repli. Suite à la publication de quelques bonnes statistiques économiques, notamment en provenance du marché immobilier américain où le pire semble être maintenant passé, les rendements exigés se sont tendus durant le mois de décembre sur toutes les échéances de la courbe. Ainsi, en euro, les taux à 5 et 10 ans ont progressé de respectivement 26 et 23 points de base (100 points de base = 1 point de pourcentage). En dollar, pour les mêmes échéances, les taux se sont redressés de respectivement 12 et 13 points de base.

En ce qui concerne les taux à très court terme, la Banque centrale européenne (BCE) a, comme prévu, relevé le loyer de l'argent d'un quart de point le 7 décembre dernier. Sa réunion du 11 janvier devrait se solder par un statu quo. Le marché s'attend toutefois à une hausse supplémentaire du principal taux directeur européen durant le 1er trimestre 2007. En effet, bien que la hausse observée des prix à la consommation

se situe à un niveau inférieure au seuil maximum toléré de 2%, la croissance de la masse monétaire reste, elle, bien au dessus du seuil de confort de la BCE.

Calme plat, par contre, aux Etats-Unis où la Réserve fédérale n'a pas touché à son principal taux directeur lors de sa réunion du 12 décembre. Le marché ne s'attend d'ailleurs pas à un changement de cap (à la baisse) avant le deuxième trimestre 2007, soit dans une éternité. D'ici-là, les prévisions auront le temps de se préciser, voire de s'ajuster.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

## EUR (3 Mois)

**3,5450%** +9,10 <sup>(1)</sup>   
+138,10 <sup>(2)</sup> 

## EUR (10 Ans)

**3,8040%** +8,50 <sup>(1)</sup>   
+12,10 <sup>(2)</sup> 

## USD (3 Mois)

**4,9020%** -17,80 <sup>(1)</sup>   
+268,00 <sup>(2)</sup> 

## USD (10 Ans)

**4,5730%** -2,60 <sup>(1)</sup>   
+35,10 <sup>(2)</sup> 

(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
AUD	Rabobank Ned (Aust)	6,250%	30/07/2010	100,31	6,13%	NR	30/01

## ■ Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	R.B.C.	3,875%	31/10/2011	100,05	3,86%	Aa2
EUR	B.N.G.	3,750%	16/12/2013	99,30	3,87%	Aaa
EUR	SCHIG	3,875%	01/12/2014	99,95	3,88%	Aaa
NOK	K.F.W.	4,250%	08/12/2011	99,35	4,40%	Aaa
GBP	Total Capital	4,875%	23/12/2010	98,90	5,19%	Aa1
USD	S.E.C.	4,375%	30/12/2009	99,20	4,67%	Aa1
USD	Cades	4,125%	09/12/2011	97,70	4,66%	Aaa
USD	K.F.W.	4,625%	14/12/2012	100,55	4,52%	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

Sur le plan conjoncturel, la zone Euro s'en sort très bien grâce à la combinaison d'une forte croissance économique et d'une faible inflation.

Les indicateurs économiques de l'Allemagne et de la Belgique culminent et indiquent un ralentissement de la croissance pour la première moitié de 2007.

La Banque centrale européenne (BCE) s'en tient à sa rhétorique stricte et se concentre à présent sur les effets secondaires de l'inflation : selon elle, le risque d'augmentation des salaires causé par l'augmentation des prix de l'énergie n'est pas loin. Nous pensons que cette attitude s'atténuera aux premiers signes de ralentissement économique. A l'image de la Fed (son homologue américaine), la BCE veut atténuer les attentes inflationnistes afin de conserver des taux d'intérêt à long terme bas.

## ■ Japon

Le marché des placements monétaires s'attend à ce que la Banque centrale du Japon augmente fortement son taux de référence au cours de ces prochains mois pour porter celui-ci à 0,60% (contre 0,25% actuellement).

Ces attentes pourraient toutefois être déçues compte tenu de la dégradation observée de l'économie japonaise. La faiblesse du yen soutient actuellement les exportations nipponnes et crée un peu d'inflation importée à cause de la hausse du prix des biens importés une fois exprimés en devise locale. Une soudaine et forte augmentation du yen serait néfaste à l'économie au moment où les autorités réduisent les stimuli fiscaux et la croissance monétaire faiblit.

## ■ Etats-Unis

Chaque mois, de nouvelles rumeurs et de nouveaux indicateurs font état d'une amélioration du marché immobilier américain. Mi décembre, la société Realogy, introduite en bourse en juillet dernier, a été reprise par un fonds de 'Private Equity' pour un prix 15% supérieur à celui de son introduction. Realogy est le plus grand agent immobilier aux Etats-Unis et possède, entre autres, Century 21. L'association américaine des professionnels de l'immobilier dit apercevoir le bout du tunnel et s'attend à une reprise du marché en 2007. Les mois de février et mars indiqueront la tendance vu que, traditionnellement, les activités reprennent dans le secteur durant cette période (tant les nouvelles constructions que l'achat de bâtiments existants).

En dépit du fort ralentissement du marché immobilier, le refroidissement de l'économie américaine a été bien plus doux que prévu.

Les statistiques économiques du mois de novembre signalent un ralentissement très graduel de l'économie américaine. Tant l'indicateur avancé que l'indicateur de sentiments des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière poursuivent leur repli. Ce dernier indicateur signale pour la première fois depuis 2003 une légère contraction de son activité. Entre temps, les professionnels du secteur des services anticipent une amélioration de leur activité. Pourtant, comme l'industrie manufacturière, les secteurs liés aux services (la plus importante part de l'économie américaine) devraient, dans un avenir proche, montrer des signes de faiblesse.

Toutefois, si la croissance du secteur immobilier s'accélère effectivement en 2007, comme le présagent les professionnels du secteur, nous pouvons nous attendre à une croissance américaine plutôt vigoureuse.

# 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 valeurs bancaires et d'assurances forment le peloton de tête du DJ EuroStoxx 50 (Allied Irish Bank, Axa, Fortis). A la traîne, on retrouve Carrefour et Repsol.



## ■ Nikkei 225

L'aboutissement des spéculations de reprise et la bonne conjoncture dans le secteur du métal ont bénéficié à Nippon Steel : le cours a bondi de 30%. Clarion a vu le cours de son action reculer après que Hitachi cesse ses achats. Hitachi contrôle dorénavant 63% de Clarion, qui reste cotée en bourse.



## ■ S & P 500

Suite à la publication de résultats supérieurs aux prévisions, le producteur de pneus Goodyear continue sur son élan et bondit de près de 20% en décembre. Les médiocres résultats de Best Buy (distribution de produits électroniques) ont pesé sur le cours de la valeur (-14%).



## ■ FTSE 100

Parmi les offres de reprise du mois, nous trouvons Intercontinental Hotels (rumeurs) et Gallaher Group (tabac - offre concrète de reprise). Leurs cours ont augmenté de respectivement 24% et 21%. Le producteur pétrolier Cairn Energy a perdu presque 10% de sa valeur après que l'introduction en bourse de sa filiale indienne ait été réalisée dans le bas de la fourchette de prix initialement proposée.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	50,0	49,5	02/01
USA	Indicateur de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	57,0	58,9	04/01
EMU	Ventes au détail	0,5%	0,3%	05/01
USA	Taux de chômage	4,5%	4,5%	05/01
USA	Balance commerciale	-	-\$58,9	10/01
EMU	Décision taux d'intérêt BCE	-	3,50%	11/01
USA	Ventes au détail (hors automobiles)	-	1,1%	12/01
EMU	Indice des prix à la consommation	-	-	17/01
JAP	Indice de confiance des consommateurs	-	48,9	17/01
USA	Indicateur du sentiment des professionnels de l'immobilier	-	32,0	17/01
JAP	Décision taux d'intérêt Banque du Japon	-	0,25%	18/01
USA	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	0,0%	18/01
JAP	Indice des prix à la consommation (hors énergie et alimentation)	-	0,0%	26/01
USA	Produit Intérieur Brut	-	2,0%	31/01

# Analyses de valeurs

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

## ■ Suez (SZE - Euronext Paris) - Services d'utilité publique - 38,57 EUR

### ■ Profil

Suez est le deuxième plus grand groupe de distribution d'eau dans le monde (après Veolia) et un des groupes énergétiques les plus importants (via Tractebel et Electrabel).

Le chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice (32,4 milliards EUR) se répartit comme suit :

- Electricité & Gaz Europe (Electrabel/Fluxys/Distrigas) : 35%
- Electricité & Gaz International (Tractebel) : 15%
- Energie & services industriels : 24%
- Environnement : 26%

77% de ce chiffre d'affaires sont réalisés en Europe et 10% en Amérique du Nord.

### ■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires de ces neuf derniers mois se situe légèrement sous les prévisions (32,4 milliards EUR réalisés pour une prévision de 32,7 milliards EUR), Mais néanmoins en augmentation de 9,2% sur un an. Le chiffre d'affaires d'Electrabel a progressé de 13% pour atteindre 9,8 milliards EUR.

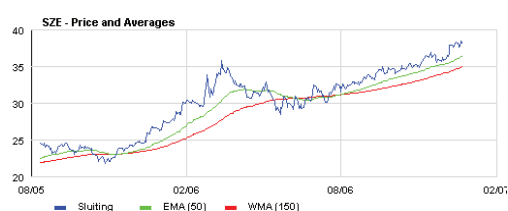
Suez avait déjà publié des résultats semestriels satisfaisants avec un bénéfice net en hausse de 37% (à 2,2 milliards EUR).

Outre des résultats, c'est surtout de projet de fusion avec Gaz de France et des diverses rumeurs de reprise dont on parle quand on évoque le nom de Suez. Le candidat repreneur ENEL semble avoir rangé ses plans d'OPA, mais un groupe d'investisseurs entourant l'homme d'affaires français François Pinault semble très intéressé par le pôle environnemental de SUEZ (26% du chiffre d'affaires). Puisque l'éventuelle fusion avec Gaz de France ne pourra avoir lieu qu'après les élections présidentielles françaises de juillet 2007, l'avenir de ce projet, en essence politique, est à nouveau incertain. Vu le poids de plus en plus important des fonds de 'Private Equity' dans le capital de Suez, celle-ci est devenue une proie parfaite et pourrait être scindée en 2 entités, énergie et environnement. Le seul élément manquant concerne un nouvel accord politique.

En cas d'union avec Gaz de France, les conditions de la fusion seront probablement adaptées pour mieux rémunérer les actionnaires de Suez.

Par exemple, un dividende exceptionnel (de l'ordre de 4 EUR) pourrait être versé aux actionnaires de Suez.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 sont restées stables durant le mois dernier.



### ■ Notre opinion

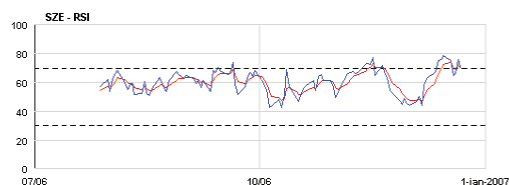
Globalement, Suez est correctement valorisée. Le cours est actuellement soutenu par les spéculations relatives aux divers scénarii alternatifs de reprise. Les investisseurs qui, comme conseillé, ont acheté cette action il y a environ un an, se retrouvent aujourd'hui avec une plus-value de 71%. Actuellement, nous n'achèterions pas de nouvelles actions. Pour le long terme, l'action reste intéressante compte tenu des synergies potentielles avec Gaz de France. Toutefois, si l'action occupe un poids trop important dans les portefeuilles après la forte hausse, nous conseillons aux investisseurs prudents de vendre la moitié de leurs positions au cours actuel.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	14,1 EUR
Valeur actif net tangible :	0,0 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,7
Ratio Cours / Bénéfice (2006) :	18,3
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	16,6
Rendement brut du dividende :	2,6%
Endettement :	149%
Prochains résultats :	9 mars

### ■ Analyse technique

Le graphique RSI se situe dans la zone de surachat. L'augmentation actuelle du cours va probablement perdre de sa vigueur.



## ■ CSM (CSM - Euronext Amsterdam) - Alimentation - 29,56 EUR

### ■ Profil

CSM (Centrale Suikermaatschappij) est active dans le développement, la production, la vente et la distribution des produits utilisés en boulangerie et des ingrédients utilisés dans l'alimentation (biochimiques sous la marque PURAC). CSM se base principalement sur le marché "business-to-business" (produits et ingrédients utilisés en boulangerie, acide lactique et sucre).

Le groupe a conclu un accord pour vendre sa section sucre fin 2006.

Le résultat opérationnel brut du premier semestre 2006 (66 millions EUR) se répartissait comme suit (sans la section sucre) :

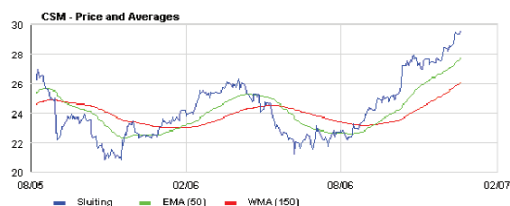
■ Produits boulangerie Europe :	36%
■ Produits boulangerie Amérique du nord :	53%
■ Produits biochimiques (PURAC) :	20%
■ Holding :	-9%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats semestriels de CSM ont montré les premiers effets du programme de restructuration 3S : le chiffre d'affaires a augmenté de 2,4% pour atteindre 1,2 milliards EUR et le résultat opérationnel brut a progressé quant à lui de 31% pour atteindre 66 millions EUR. Cette augmentation de rentabilité provient surtout d'une diminution des coûts et de l'abandon progressif des activités non rentables (principalement auprès de Bakery Supplies Europe). Le programme 3S suit ses plans. Après le remplacement de la direction (le président et le directeur financier) il y a un an, plus de la moitié de la direction opérationnelle a été remaniée. La filiale à problèmes, PURAC, assiste pour la première fois en 3 ans à une amélioration de ses résultats : le chiffre d'affaires a progressé de 7,5% (+3,7% sur une base organique) pour s'établir à 150 millions EUR, tandis que le bénéfice opérationnel brut a crû de 6% pour s'élever à 13,3 millions EUR.

La direction de CSM pousse plus loin sa stratégie de réduction de coûts et d'optimisation de son portefeuille d'activités.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 ont augmenté de 7% durant le mois écoulé. Celles pour 2007 sont restées stables.



### ■ Notre opinion

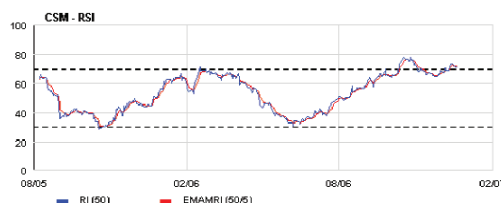
CSM a bien progressé dans sa restructuration. De nouvelles réductions de coûts devraient être réalisées en 2007. Le portefeuille d'activités devrait être complètement optimisé en 2008. Vu la grande visibilité offerte par CSM sur ses résultats attendus, nous pensons que l'amélioration prévue des résultats est déjà en grande partie escomptée dans le cours de bourse. Depuis notre conseil d'achat dans la revue mensuelle de décembre 2005, le cours a augmenté de 29%. A 30 EUR, le titre se traite à un ratio cours/bénéfice pour 2008 de 13,5. Dans le climat boursier actuellement favorable, le cours pourrait progresser davantage, mais nous optons pour la sécurité et conseillons de prendre son bénéfice au dessus des 30 EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	13 EUR
Valeur actif net tangible :	4,2 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,3
Ratio Cours / Bénéfice (2006) :	18,5
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	16,6
Rendement brut du dividende :	2,7%
Endettement :	44%
Prochains résultats :	28 février

### ■ Analyse technique

Tant à court qu'à long termes, aucun signal technique négatif n'est à remarquer. Seul le graphique RSI se situe depuis quelques mois dans la zone de surachat.



## ■ Colruyt (COLR - Euronext Bruxelles) - Détaillant et grossiste - 156,00 EUR

### ■ Profil

Colruyt est l'un des groupes de distribution les plus importants en Belgique. Il y compte plus de 190 magasins et 16.000 employés. En dehors de nos frontières, Colruyt est également présent en Hollande et dans le nord de la France.

Colruyt est actif entre autres sous les noms de Colruyt, OKay, Bio-Planet, DreamLand, DreamBaby et Spar Retail.

La famille fondatrice Colruyt, détient 44,2% du capital et le holding Sofina en détient 5,63%.

Le département informatique initial, Dolmen, a été introduit en bourse il y a quelques années en tant que société indépendante.

Le bénéfice net du premier semestre (190,3 millions EUR) se répartissait comme suit :

■ Détaillant :	92%
■ Grossiste et services d'alimentation :	4%
■ Reste :	4%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats semestriels étaient excellents. Le chiffre d'affaires a augmenté de 9,4% pour atteindre 2,5 milliards EUR et le bénéfice opérationnel brut de 16% pour s'élever à 190 millions EUR. La marge brute est passée de 7% à 7,5%. L'activité principale, le commerce au détail, poursuit sa progression : la marge brute est passée de 8,3% à 9%. La part de marché de Colruyt a sensiblement augmenté au cours du troisième trimestre : de 19,9% à 20,7%. Chez les concurrents Delhaize et les 'discounters' tels Aldi, la part de marché est restée stable. Carrefour a même vu la sienne baisser. Colruyt profite de son avantage concurrentiel en termes de coûts opérationnels pour prendre des parts de marché en vendant des produits de marque à des prix relativement bas. Comme en témoignent les marges bénéficiaires, les parts de marché n'ont pas été gagnées au détriment de la rentabilité.

Ces bons résultats ont permis à Colruyt d'augmenter considérablement ses prévisions pour l'ensemble de l'exercice. Le groupe s'attend à présent à un bénéfice net de 259 millions EUR au lieu des 230,5 millions prévus initialement.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 ont augmenté de 1,4% durant le mois écoulé.



### ■ Notre opinion

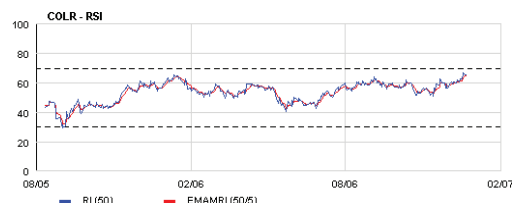
Pour la sixième année consécutive, Colruyt a dépassé ses prévisions. Cette croissance régulière ne semble pas prête de s'arrêter. Le cours actuel reflète pleinement la bonne nouvelle de telle sorte qu'à court terme, le potentiel d'application est maintenant limité. En tant que placement à long terme, Colruyt doit être conservé. L'action est achetable en cas de correction, aux alentours de 145 EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	23,2 EUR
Valeur actif net tangible :	21,6 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	6,7
Ratio Cours / Bénéfice (2006) :	20,0
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	18,1
Rendement brut du dividende :	1,8%
Endettement :	1,8%
Prochains résultats :	1 <sup>er</sup> juillet

### ■ Analyse technique

Le signal d'achat de long terme donné le 27 décembre 2005 par le graphique MACD reste d'actualité. Tant à long qu'à court terme, aucun signal de vente n'est enregistré. Le graphique RSI se situe à nouveau dans la zone de surachat, de sorte que la hausse actuelle sera probablement freinée.





## ■ Pfizer (PFE - NYSE) - Pharmaceutique et Biotech - 26,00 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 dollars, s'est réparti de la façon suivante :

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

### ■ Résultats et perspectives

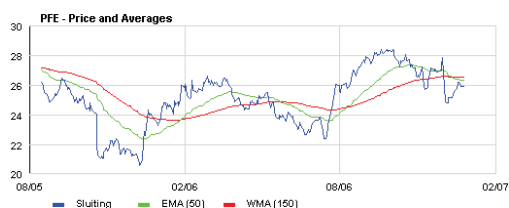
Pfizer a subi un choc sévère lorsque début décembre, il est apparu que le remplaçant potentiel de Lipitor, Torcetrapib, peut être mortel lorsqu'il est combiné à Lipitor. Les tests ont immédiatement été stoppés. Le produit phare, Lipitor, qui perd la protection de son brevet au milieu de 2007, représente 26,8% du chiffre d'affaires de Pfizer et plus de la moitié de ses bénéfices. Durant le troisième trimestre, le chiffre d'affaires de Lipitor a cependant augmenté plus que prévu, à savoir de 15% pour atteindre 3,3 milliards USD. Malgré cela, la part de marché est passée de 40,8% à 35,8% à cause du succès croissant du Zocor de Merck.

Le problème lié à la fin des brevets est énorme pour Pfizer vu qu'outre Lipitor, 4 autres médicaments vont perdre la protection de leur brevet d'ici 2011. Cela représente environ la moitié du chiffre d'affaires de Pfizer de 2005.

Pfizer a rapidement réagi en accentuant le programme de réduction des coûts, en augmentant le dividende de 21% (jusqu'à 0,29 USD par action) et en mettant en œuvre un nouveau programme de rachat d'actions propres de l'ordre de 10 milliards USD. De plus, le groupe s'est fixé comme objectif de lancer 4 nouveaux produits par an à partir de 2011. Pfizer dispose de beaucoup de cash après la vente de son département 'consommateurs' pour 16,6 milliards USD. L'augmentation du dividende et le programme de rachat d'actions sont clairement des décisions défensives et indiquent que Pfizer ne pourra pas immédiatement augmenter ses efforts pour la recherche et le développement (actuellement 7,4 milliards USD par an). Nous supposons que Pfizer est agressivement à la recherche de sociétés pour élargir son pipeline de produits. Pfizer recherchera des sociétés pharma avec des produits se trouvant dans la troisième et

dernière phase de développement (comme UCB l'a fait avec Celltech), la plus proche de l'obtention éventuelle d'une approbation de commercialisation par les autorités de contrôle.

Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont augmenté de près de 2% le mois dernier.



### ■ Notre opinion

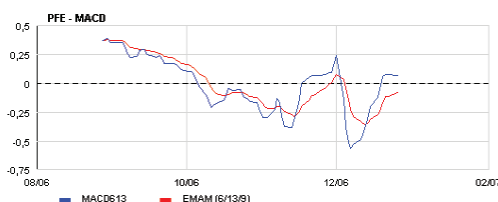
Pfizer prévoit un chiffre d'affaires stable en 2007 et 2008 et seulement une légère croissance à partir de 2009. Puisqu'elle n'a jamais tenu compte de Torcetrapib dans ses prévisions, celles-ci ne devront pas être revues à la baisse. Pfizer est aussi bon marché que lorsque nous vous l'avions conseillée en janvier 2006 au cours de 24 USD. A cause du pipeline de produits plus faible, le risque a augmenté. Nous adoptons une position d'attente en espérant pouvoir amasser du papier à un cours un peu plus bas (25 USD).

### ■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	9,6 USD
Valeur actif net tangible :	1,9 USD
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,7
Ratio Cours / Bénéfice (2006) :	12,7
Ratio Cours / Bénéfice (2007) :	11,9
Rendement brut du dividende :	4,5%
Endettement :	27%
Prochains résultats :	19 janvier

### ■ Analyse technique

Après une légère chute du cours, le graphique MACD a donné un signal d'achat de trading le 20 décembre. Les stochastiques ont alors généré un signal de vente deux jours plus tard, ce qui pourrait signifier une faiblesse du cours à court terme.



# Gestion de Fortune

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

En cette fin d'année, nous dressons le bilan de l'année écoulée et avançons quelques perspectives pour 2007.

## Les actions

Les bourses ont connu une excellente année 2006, particulièrement en Europe et dans les pays émergents. Elles ont bénéficié d'un contexte économique favorable, en particulier de la croissance soutenue des bénéfices des entreprises, et de taux d'intérêt relativement bas, en plus du fait qu'elles n'étaient pas chères il y a un an.

## Evolution en euro des principaux marchés d'actions entre le 30.12.2005 et le 27.12.2006

	Appréciation	Return (*)
MSCI EMU	19,03%	22,86%
MSCI Euro (**)	17,86%	21,72%
MSCI Europe	16,83%	20,68%
MSCI USA	2,65%	4,61%
MSCI Japon	-5,26%	-4,39%
MSCI Pays émergents	15,53%	18,21%
MSCI World	6,53%	9,02%

(\*) performance comprenant le réinvestissement des dividendes

(\*\*) indice couvrant +/- 90% de la capitalisation boursière de l'indice MSCI EMU, mais ne retenant de ce dernier que les valeurs les plus liquides

Notre sélection-modèle d'actions individuelles, que nous commentons régulièrement dans cette rubrique, a généré une performance (avant dividendes) de 18,04%, en ligne avec l'appréciation de l'indice MSCI Euro des valeurs les plus liquides de l'Union économique et monétaire (voir tableau).

Quant aux placements diversifiés en actions internationales, ceux-ci ont généré, via le fonds de fonds auquel nous avons recours en gestion de fortune, un return de 11,69%, sensiblement supérieur au return des actions mondiales (voir tableau), gage de la valeur ajoutée d'une sélection judicieuse des meilleurs fonds du monde.

Malgré la hausse des bourses, la prime de risque, i.e. la différence de rendement attendu entre un placement en actions et un placement en obligations, reste très confortable à la fin de 2006. En effet, l'appréciation des actions n'est

que le reflet de la croissance bénéficiaire soutenue des entreprises. Autrement dit, les bourses ne sont guère plus chères aujourd'hui qu'il y a un an. De plus, les taux d'intérêt restent trop bas que pour constituer une alternative attractive aux placements risqués. 2007 devrait, dès lors, rester favorable au placement en actions. Les rendements boursiers seront toutefois vraisemblablement inférieurs à ceux réalisés durant l'année écoulée. En outre, le contexte sera plus propice à la volatilité. En effet, un léger ralentissement économique pourrait se marquer durant le premier semestre de 2007. La croissance bénéficiaire attendue pour l'année à venir est également sensiblement plus faible qu'il y a un an, même si elle reste largement positive. Le consensus des stratégestes est trop unanime pour 2007, ce qui n'était pas le cas fin 2005. Des incertitudes planent sur la politique monétaire des banques centrales, américaine en particulier. Enfin, les risques géopolitiques restent entiers.

Les bourses américaines restent plus chères que leurs homologues européennes malgré leur sous-performance en 2006. Toutefois, elles ont tendance, historiquement, à bien se comporter en période de baisse des taux courts. Si la Réserve fédérale américaine décide d'adopter une politique monétaire expansionniste, 2007 sera peut-être l'année de leur retour.

## L'immobilier

Après déjà trois années de forte progression, l'immobilier coté de la zone euro a connu en 2006 une année exceptionnelle, générant un return (i.e. dividendes compris) de pas moins de 52,4% ! Profitant d'un engouement certain, lui-même provoqué en grande partie par la maigreur des rendements obligataires, le marché de l'immobilier coté ne nous semble pas moins surévalué et ce, davantage aujourd'hui qu'il y a un an. Entre temps, reconnaissons que notre absence de ce type de placement souffre d'un coût d'opportunité élevé. Si nous ne voyons pas ce marché chuter sans une hausse des taux d'intérêt à long terme (ce qui n'est pas notre scénario), nous pensons que son ascension ne peut pas se poursuivre, compte tenu de sa surévaluation qui s'accroît.

## Les obligations convertibles

Les obligations convertibles européennes et mondiales ont généré un return respectif de 16,5% et 6,0% en euro en 2006, reflétant la surperformance des bourses européennes. Depuis notre achat début août, le fonds d'obligations convertibles que nous avons sélectionné pour les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion de fortune s'est bien comporté puisqu'il a progressé de 8,2%. Toutefois, le peu de recul et la hausse presque ininterrompue des bourses depuis le mois de juin dernier ne permettent pas encore d'apprécier correctement l'opportunité de cet investissement.

## Les obligations

Les obligations n'auront pas été à la fête en 2006. Offrant un maigre rendement à la fin de 2005, elles ont, en outre, subi une hausse (somme toute modérée) des taux d'intérêt durant l'année écoulée. Un portefeuille d'obligations de qualité, en euro, bien équilibré sur plusieurs échéances, aura même généré un return (i.e. performance totale comprenant les intérêts perçus et la variation de cours des obligations) légèrement négatif en 2006, comme l'illustre le tableau ci-dessous. On constate par ailleurs que quoi que plus forte à court terme qu'à long terme, la hausse des taux a davantage pénalisé les placements obligataires à long terme (puisque la sensibilité de la valeur d'une obligation à une variation de taux d'intérêt augmente avec le terme de cette obligation).

Pourquoi un placement réputé sans risque peut-il perdre de sa valeur ? Considérons l'illustration suivante. Une obligation à 10 ans est émise au pair (i.e. à 100% de sa valeur nominale) avec un coupon de 3%. Le lendemain, les conditions de marché changent. Pour quelque raison que ce soit (e.g. la crainte d'une accélération future de l'inflation), le

marché exige dorénavant un taux d'intérêt de 4% pour un placement sans risque à 10 ans. En conséquence, toute nouvelle émission obligataire à 10 ans au pair sera assortie d'un coupon d'au moins 4%. L'obligation émise la veille avec un coupon de 3% ne peut dès lors plus valoir 100% de sa valeur nominale. En effet, l'investisseur n'acceptera plus de payer 100 pour quelque chose qui rapporte 3% par an, quand pour le même prix, il peut trouver un placement équivalent qui lui offre un rendement de 4% par an. On peut calculer que l'obligation assortie d'un coupon de 3% se dévalorisera de quelque 8,1% du jour au lendemain. Pourtant, l'investisseur qui aurait acheté cette obligation, la veille, au pair, récupérera son capital à l'échéance, pour autant qu'il conserve son obligation jusqu'à cette échéance bien sûr, à moins qu'entre temps, les taux d'intérêt ne rebaissent (procurant l'effet inverse, à savoir une revalorisation du placement obligataire).

Qu'attendre des placements obligataires en 2007 ? Comme nous l'avons déjà écrit à plusieurs reprises, il n'y a pas de tendance forte sur les taux longs. Les forces de la mondialisation (et l'action de la Banque centrale européenne) écartent tout risque de dérapage à la hausse des prix. Dans le même temps, l'économie croît à un rythme modéré. Il n'y a donc pas de raison de craindre une hausse vigoureuse et durable des taux longs ni de miser sur un repli sensible de ceux-ci.

Comme nous l'avons fait en 2006, nous nous montrerons opportunistes en 2007. Pour les échéances à moyen terme (3 à 5 ans), nous avons profité de la hausse des taux pour acheter récemment quelques obligations pour les portefeuilles sous-investis. Malgré leur hausse en 2006, les taux longs ne sont pas à leur sommet annuel aujourd'hui. Pour ceux-ci, nous préférons attendre quelques tensions supplémentaires pour acheter des obligations de long terme à meilleur compte.

## Impact de la hausse des taux d'intérêt sur un placement obligataire de qualité ('AAA') en euro en 2006 en fonction du terme

Terme du placement en années	Taux le 30.12.2005 (A)	Taux le 27.12.2006 (B)	Différence (B) - (A)	Variation de prix (*) (C)	Return (**) 85% (A) + (C)
2	2,862%	3,892%	1,030%	-1,00%	1,43%
3	2,920%	3,877%	0,957%	-1,82%	0,67%
4	2,998%	3,895%	0,897%	-2,50%	0,05%
5	3,068%	3,912%	0,844%	-3,08%	-0,47%
6	3,140%	3,918%	0,778%	-3,48%	-0,81%
7	3,181%	3,930%	0,749%	-3,94%	-1,24%
8	3,230%	3,929%	0,699%	-4,21%	-1,47%
9	3,271%	3,920%	0,649%	-4,39%	-1,61%
10	3,309%	3,925%	0,616%	-4,60%	-1,79%
Moyenne					-0,58%

(\*) pour une obligation au pair le 30.12.2005 (\*\*\*) compte tenu d'un précompte mobilier de 15%

Le cycle 2007 de nos séminaires débutera en février 2007.

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN</b> – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
<b>GENT</b> – KOUTER	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
– ZUID	Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
<b>HASSELT</b> – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
<b>JUMET</b>	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
<b>KNOKKE</b>	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b> – ST-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
– DAMKAAI	Damkaai, 4	Tél: +32 56 37 90 80
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b> – CENTRUM	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
<b>MECHELEN</b>	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
<b>MONS</b> – BERTAINTONT	Rue de Bertaintont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TEMSE</b>	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
<b>TOURNAI</b>	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
<b>UKKEL</b>	Winston Churchilllaan, 137	Tél: +32 2 344 77 08
<b>VERVIERS</b>	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:

le 29 décembre 2006