

## Edito

Dans quelques semaines, la plupart des sociétés cotées belges commenceront à payer leurs dividendes, invitant ainsi les propriétaires de titres au porteur à découper leurs coupons et à se rendre auprès de leur intermédiaire financier pour procéder à leur paiement. D'ici quelques années, ce rituel ancestral ne sera plus. En effet, comme vous le savez, le parlement belge a voté en novembre 2005 la loi de dématérialisation des titres au porteur. Et les échéances approchent à grands pas. Certes, tout ne se déroulera pas en un jour : la disparition du titre au porteur se produira en plusieurs étapes.

Tout d'abord, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008, les émetteurs ne pourront plus émettre de nouveaux titres au porteur. Les titres au porteur existants qui sont déposés sur un dossier titres ne pourront plus faire l'objet d'une livraison physique en Belgique. Cette interdiction s'appliquera également aux titres au porteur émis à l'étranger ou soumis à un droit étranger. Finalement, certains titres au porteur qui seront déposés sur un dossier titres seront convertis de plein droit en titres dématérialisés en date du 1<sup>er</sup> janvier 2008. S'en suivra une période de cinq années, de 2008 à 2012, durant laquelle les titres seront, au fur et à mesure de leur dépôt sur un dossier titres, automatiquement convertis en titres dématérialisés.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2013, les titres émis après la publication de la loi (c'est-à-dire à partir du 23 décembre 2005) qui existeront encore à ce moment sous la forme au porteur seront convertis de plein droit en titres dématérialisés. Concrètement, cela implique que l'exercice des droits attachés aux titres au porteur (droit de vote, droit au dividende, etc ...) sera suspendu jusqu'à leur dépôt sur un dossier titres ou leur conversion en titres nominatifs. Puis, au 1<sup>er</sup> janvier 2014, les derniers titres qui existeront encore sous la forme au porteur (c'est-à-dire les titres émis avant la publication de la loi) seront convertis de plein droit en titres dématérialisés. Ici également, l'exercice des droits attachés aux titres au porteur sera suspendu jusqu'à leur dépôt sur un dossier titres ou leur conversion en titres nominatifs.

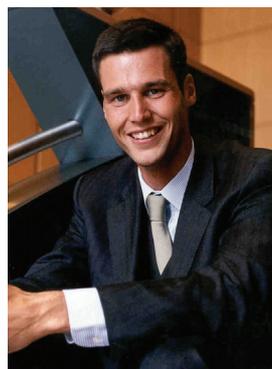
Au 1<sup>er</sup> janvier 2015, si le titulaire d'un titre au porteur reste inconnu, ses titres seront vendus par l'émetteur. Le produit de la vente sera alors déposé auprès de la Caisse des dépôts et Consignations après déduction des coûts, et ce jusqu'à ce que le titulaire en demande la restitution. A partir du 31 décembre 2015, la personne qui détiendra encore des titres au porteur devra demander la restitution du produit de la vente ou des titres auprès de la Caisse des dépôts et consignations. Elle sera redevable d'une amende égale à 10% de ce produit ou de la contre-valeur des titres, par année de retard. Ainsi, en 2025, l'amende atteindra 100% de la valeur des titres. L'opération de dématérialisation des titres au porteur sera alors terminée.

A la lumière de ce qui précède, il nous paraît inutile d'espérer une quelconque marche à arrière et attendre la dernière minute pour déposer ses titres au porteur n'est sûrement pas une solution offrant une sécurité juridique optimale. En effet, la législation actuellement en vigueur en Belgique est connue, tandis que celle applicable dans cinq ans l'est nettement moins. La meilleure solution réside dans le dépôt des titres au porteur dès à présent sur un dossier titres, dossier titres qui offre à l'investisseur à la fois sécurité (plus de risque de perte ou de vol), facilité (paiement sans frais des dividendes, information complète sur les opérations sur titres) et gratuité (Leleux Associated Brokers ne facture aucun droit de garde). Une fois l'ensemble de ses titres déposés, l'investisseur soucieux de sa succession pourra consulter un notaire ou un avocat spécialisé afin de planifier celle-ci et d'ainsi diminuer fortement et en toute légalité le montant de droits de succession dont ses héritiers devront s'acquitter. Nos soixante chargés de clientèle se tiennent à votre entière disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h pour vous fournir de plus amples informations sur la dématérialisation des titres au porteur.

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.

<b>Sommaire</b>	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de GlaxoSmithKline	6
	Analyse de Maurel & Prom	7
	Analyse de Deutsche Telekom	8
	Analyse de Infineon	9
	Analyse de Mobistar	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



## Les chiffres clés du mois

<b>AEX 25 (Pays-Bas)</b>	469,40	+0,15% <sup>(1)</sup>  +7,47% <sup>(2)</sup> 
<b>BEL 20 (Belgique)</b>	3.911,06	-0,03% <sup>(1)</sup>  +10,19% <sup>(2)</sup> 
<b>CAC 40 (France)</b>	5.188,40	-0,62% <sup>(1)</sup>  +10,04% <sup>(2)</sup> 
<b>DAX (Allemagne)</b>	6.008,19	+0,64% <sup>(1)</sup>  +11,09% <sup>(2)</sup> 
<b>FTSE (G-B)</b>	6.029,90	+1,10% <sup>(1)</sup>  +7,32% <sup>(2)</sup> 
<b>SMI (Suisse)</b>	8.047,29	+0,30% <sup>(1)</sup>  +6,11% <sup>(2)</sup> 
<b>DJ Stoxx 50 (Europe)</b>	3.541,40	+0,98% <sup>(1)</sup>  +5,74% <sup>(2)</sup> 
<b>DJII (USA)</b>	11.372,98	+2,37% <sup>(1)</sup>  +6,12% <sup>(2)</sup> 
<b>NASDAQ (USA)</b>	2.327,49	-0,53% <sup>(1)</sup>  +5,54% <sup>(2)</sup> 
<b>TS 300 (Canada)</b>	12.238,23	+1,05% <sup>(1)</sup>  +8,57% <sup>(2)</sup> 
<b>NIKKEI (Japon)</b>	16.906,23	-0,90% <sup>(1)</sup>  +4,93% <sup>(2)</sup> 
<b>MSCI World</b>	1.374,53	+2,96% <sup>(1)</sup>  +9,28% <sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2005

# 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)

**0,79** -4,07%<sup>(1)</sup>   
 -6,43%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,44** +0,69%<sup>(1)</sup>   
 -0,72%<sup>(2)</sup>

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

**0,70** -0,60%<sup>(1)</sup>   
 -2,93%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,13** +1,92%<sup>(1)</sup>   
 +2,56%<sup>(2)</sup>

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

**13,41** +0,03%<sup>(1)</sup>   
 -0,01%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,64** +0,83%<sup>(1)</sup>   
 -0,71%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,60** +1,67%<sup>(1)</sup>   
 -2,82%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,71** +0,19%<sup>(1)</sup>   
 -2,63%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,51** -0,12%<sup>(1)</sup>   
 +2,03%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,26** +5,26%<sup>(1)</sup>   
 +5,54%<sup>(2)</sup>

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

**0,38** +0,15%<sup>(1)</sup>   
 -4,33%<sup>(2)</sup>

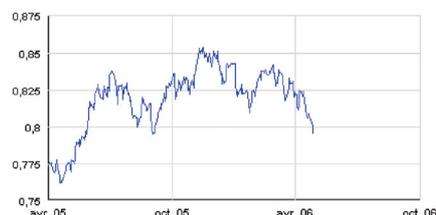
## SEK/EUR (Suède)

**0,11** +1,60%<sup>(1)</sup>   
 +1,22%<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

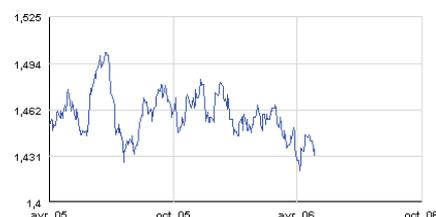
## USD/EUR

Fin avril, le Président de la Banque Centrale Américaine (FED), Ben Bernanke, a laissé sous-entendre que la campagne de hausse des taux d'intérêt à court terme pourrait prochainement toucher à sa fin. Cette nouvelle a immédiatement pesé sur le cours du billet vert.



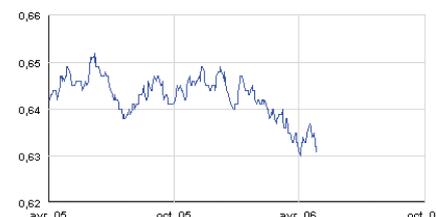
## GBP/EUR

Certains indicateurs précurseurs tels que le marché de l'immobilier ou les dépenses des ménages, attestent de la relativement bonne solidité de l'économie britannique. La banque centrale d'Angleterre ne voit dès lors aucune raison de baisser les taux d'intérêt.



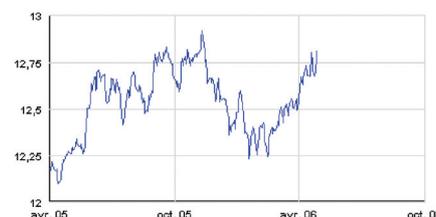
## CHF/EUR

La banque centrale suisse relèvera vraisemblablement les taux d'intérêt dans le sillage de la croissance économique. De par sa forte intégration dans la zone euro, l'économie suisse suit le rythme de cette dernière et offre aussi une politique monétaire qui concorde avec elle.



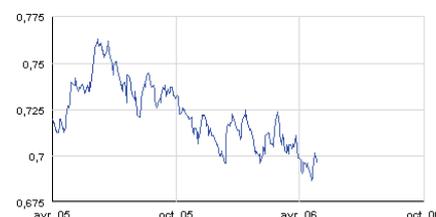
## NOK/EUR

A l'instar des autres mois, la couronne norvégienne a suivi l'évolution du cours du pétrole, étant donné l'importance de la matière première dans l'économie du Royaume. La couronne a ainsi été soutenue par la hausse du prix du baril.



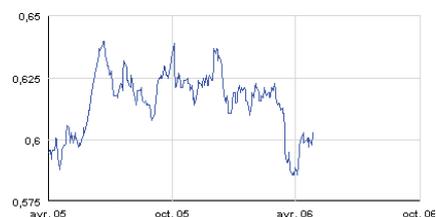
## JPY/EUR

En se basant sur les déclarations de la banque centrale japonaise, nous pouvons en conclure qu'une hausse des taux d'intérêt est envisageable au second semestre 2006. La banque centrale va probablement, à l'image de la Fed, augmenter les taux d'intérêt de façon régulière et constante. Le rebond économique semble plus fort que prévu.



## AUD/EUR

Une hausse générale des taux d'intérêt jusqu'à 5,75% est attendue (+ 25 points de base). En effet, comme le mois passé, l'économie australienne se porte mieux que prévu. Cela ressort de l'évolution du marché immobilier et de l'augmentation des crédits chez les particuliers et les entreprises.



# Euro-Obligations

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

La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas touché à son principal taux directeur durant le mois écoulé. Son Président, M. Trichet, a, exceptionnellement, laissé suffisamment clairement entendre que la Banque ne modifierait pas sa politique lors de la réunion des Gouverneurs du 4 mai prochain. Entre temps, la publication d'indicateurs avancés particulièrement optimistes laissent présager que, par la suite, la BCE pourrait se montrer plus agressive.

Aux Etats-Unis, c'est l'intervention de M. Bernanke au Congrès américain qui permet de penser que la hausse des taux courts en dollar pourrait prochainement toucher à sa fin. Le marché n'attend dès lors plus qu'une seule hausse des taux de 0,25 points le 10 mai prochain, avant une pause. Ce changement attendu de politique a d'ailleurs soutenu l'euro face au dollar.

Sur les marchés obligataires, les rendements à 10 ans se sont encore tendus de 0,20 points en euro et de 0,25 points en dollar durant le mois écoulé. Compte tenu d'anticipations inflationnistes relativement stables en euro, ce sont surtout les taux réels, qui étaient tombés à des niveaux historiquement très bas, qui se sont redressés. Bien que ceux-ci restent inférieurs à leur norme historique, nous pensons que les taux longs, après une hausse de 0,7 points en trois mois, devraient maintenant se stabiliser.

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)

**2,5720%** -7,40 <sup>(1)</sup>  +40,80 <sup>(2)</sup> 

EUR (10 Ans)

**3,9170%** +28,30 <sup>(1)</sup>  +23,40 <sup>(2)</sup> 

USD (3 Mois)

**4,7360%** +10,30 <sup>(1)</sup>  +251,40 <sup>(2)</sup> 

USD (10 Ans)

**4,9910%** +32,20 <sup>(1)</sup>  +76,90 <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
EUR	Fortis Lux Finance	3,375%	01/06/2016	102,00	4,13%	A1	01/06
USD	Nestlé Holding	5,000%	28/11/2008	100,71	4,68%	Aaa	30/05
USD	Toyota Fin Australia	5,375%	09/05/2011	99,85	5,41%	Aaa	09/05

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	BASF	4,000%	21/04/2011	101,30	3,71%	Aa3
NOK	Rabobank	3,250%	01/03/2010	100,15	3,21%	Aaa
AUD	HSH NordBk	6,000%	18/02/2015	99,70	6,04%	Aa3
CAD	Total	4,000%	25/02/2011	98,85	4,27%	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 zone euro continue tranquillement à accumuler les bonnes nouvelles économiques, tandis que les indicateurs vont de l'avant.

L'unique réel facteur négatif à court terme concerne le prix du pétrole. Il est, en effet, frappant de constater le peu d'impact qu'a eu la multiplication du prix du pétrole par 2 depuis 2004 (en euro) sur l'économie. Cela nous fait penser que le prix du pétrole peut encore sensiblement augmenter avant de causer de grands dommages économiques. En outre, la plus récente hausse n'a pas uniquement été causée par les tensions autour de l'Iran. La forte croissance économique mondiale y est au moins pour autant. En effet, les Etats-Unis ne connaissent pas encore de ralentissement de croissance, la Chine continue imperturbablement son évolution, et le Japon, autant que l'Europe, connaît un rebond économique. Toutes les grandes puissances grandissent donc au même moment, ce qui contribue, entre autres, à soutenir la demande d'énergie. Sans tenir compte de la volatilité à court terme, il y a dès lors de grandes chances pour que le prix du pétrole atteigne des sommets vertigineux avant que la croissance mondiale ne s'arrête à cause de cette hausse. Il n'est pas exclu que seuls des cours à plus de 100 dollars puissent causer des dommages économiques.

Une autre source d'inquiétude, certes moins importante, concerne la potentielle faiblesse du dollar. Maintenant que la fin de la campagne de hausse des taux est en vue, le marché des changes se prépare à une dépréciation du billet vert. Un dollar faible, i.e. un euro fort, constitue une faiblesse potentielle pour l'économie européenne. Le consommateur européen devra donc, à terme, augmenter ses dépenses afin de soutenir l'économie.

Comme le mois dernier, 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 correction, si le protectionnisme venait à s'accroître ou si un choc inflationniste devait survenir.

## ■ Etats-Unis

Le procès-verbal de la dernière réunion de la Banque centrale américaine (la Fed) laisse entendre pour la première fois que la campagne de hausse des taux d'intérêt à court terme pourrait prochainement toucher à sa fin (notamment parce que l'inflation reste maîtrisée).

Bien que le marché anticipe encore une hausse de 0,25 points des taux courts, à 5%, le dollar montre déjà des signes de faiblesse. Récemment, le président de la Fed, Ben Bernanke a laissé entendre qu'un dollar faible ne devrait d'ailleurs pas causer de gros dégâts à l'économie mondiale.

L'indicateur de confiance du marché immobilier américain poursuit son repli et se retrouve pour la première fois depuis 2001 dans la zone neutre. Les professionnels du marché de l'immobilier ne s'attendent dès lors ni à une expansion ni à une dégradation de leur secteur.

Le mois prochain, nous disposerons de l'évolution des prix sur le marché immobilier résidentiel américain durant le dernier trimestre.

## ■ Japon

L'enquête trimestrielle Tankan confirme le sentiment positif des milieux d'affaires japonais. Elle vient d'ailleurs d'afficher la plus forte progression de ces 10 dernières années.

Cela signifie-t-il que le Japon a définitivement tourné le dos à ses problèmes ? Absolument pas ! La situation des entreprises s'est certes améliorée (plus grande rentabilité), le chômage a diminué et les dépenses des consommateurs ont augmenté, mais la population devient de plus en plus grisonnante. On ne prévoit déjà en 2015 plus que 2 personnes actives (15-64 ans) pour un retraité. Par comparaison, aux Etats-Unis, cette proportion devrait s'élever à 5 en 2015. Si l'on ajoute à cela un déficit public de 6,3% et une dette publique de 80% du PIB, on s'aperçoit rapidement que la société japonaise a encore beaucoup de pain sur la planche.

# 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

Vodafone et Nokia continuent sur leur élan et se retrouvent ce mois-ci encore parmi les valeurs montantes de l'indice européen. Ericsson, par contre, a accusé un recul important et se retrouve lanterne rouge. Comme le mois précédent, nous retrouvons à nouveau les valeurs financières parmi les reculs les plus importants (Lloyds TSB, RBS, ABN Amro, Generali).



## ■ Nikkei 225

Cette fois, c'est Nitto Boseki, valeur phare du secteur textile, qui a effectué un tour de force au sein de l'indice nippon. Son cours a en effet augmenté de 23%. Aucun secteur ne se distingue parmi les mauvais prestataires.



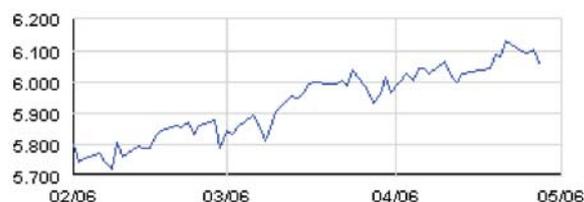
## ■ S & P 500

Deux valeurs ont servi de détonateurs pour l'indice américain des 500 plus grandes capitalisations : Sanmina qui a progressé de 30% après des résultats supérieurs aux prévisions et OfficeMax qui a crû de 27% après que la société soit ressortie d'une restructuration fructueuse. Bausch & Lomb recule de 26% suite à un problème de production et Aetna recule de 25% suite à ses mauvais résultats.



## ■ FTSE 100

PartyGaming s'est fait remarquer au sein de l'indice britannique des 100 plus grandes capitalisations. Un projet de loi américain qui restreint les activités des jeux on-line fait actuellement l'objet de nombreuses critiques, et l'action grimpe de 15%. Du côté des plus fortes baisses, Smith & Nephew a perdu 14% suite à un avertissement sur bénéfice.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat dans le secteur industriel (ISM)	55,1	55,2	01/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat dans le secteur des services	59,4	60,5	03/05
EMU	Décisions sur les taux d'intérêt ECB	2,50%	2,50%	04/05
EMU	Vente au détail	0,1%	-0,2%	04/05
USA	Décisions sur les taux d'intérêt Fed	5,00%	4,75%	10/05
USA	Vente au détail	n/a	0,6%	11/05
USA	Utilisation des capacités de production	n/a	81,3%	16/05
JP	Confiance des consommateurs	n/a	48,2	16/05
USA	Indexe des prix à la consommation hors énergie et alimentation	n/a	0,3%	17/05
EMU	Index des prix à la consommation	n/a	0,6%	17/05
JP	Vente au détail	n/a	-0,3%	26/05
JP	Index des prix à la consommation de Tokyo	n/a	0,0%	26/05

# Analyses de valeurs

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

## ■ GlaxoSmithKline (GSK - Londres) - Pharma - 15,31 GBP

### ■ Profil

GlaxoSmithKline (GSK) est le résultat de la fusion en 2000 de Glaxo Wellcome et SmithKline Beecham. Le groupe possède 25% du marché mondial des vaccins et compte quelque 110.000 collaborateurs répartis dans 116 pays.

GSK possède deux divisions : Pharmaceuticals (entre autres : asthme, système nerveux central, HIV et hépatite) et Consumer Healthcare (médicaments sans prescription)

Le chiffre d'affaires de 2005 (GBP 21,7 milliards) se répartit entre :

- Pharmaceuticals : 86%
- Consumer Healthcare : 14%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats du premier trimestre 2006 ont dépassé les prévisions. Alors que le chiffre d'affaires a augmenté de 15% pour atteindre GBP 5,8 milliards, le bénéfice net a progressé quant à lui de 25% pour atteindre GBP 1,5 milliards. La plus forte augmentation du chiffre d'affaires a été réalisée aux Etats-Unis. La vente de vaccins a progressé de 47,5%, ce qui est également plus rapide que prévu (32%). La direction prévoit une poursuite de la croissance des ventes de vaccins, mais un peu moins vigoureuse qu'au premier trimestre.

Le produit contre le diabète de Type 2, Avandia, a vu son chiffre d'affaires augmenter de 24% pour atteindre GBP 384 millions et représente à présent, 6,6% du chiffre d'affaires du groupe. L'élargissement de la capacité de production aux Etats-Unis rend la direction très optimiste quant à l'évolution future du chiffre d'affaires de l'Avandia. De même, la thérapie combinée, Avandia/Avandamet devrait soutenir la croissance au second semestre.

Le pipeline de produits de GSK est l'un des meilleurs du secteur pharmaceutique, avec 9 produits en Phase III (dernière phase avant approbation) et 45 en Phase II. Deux produits sortent du lot, Cervarix et Tykerb.

Cervarix est un vaccin contre le cancer de l'utérus, dont une demande d'approbation a été introduite au mois de mars auprès de l'Union Européenne et de 13 marchés internationaux. Il a donné d'excellents résultats et a donc de fortes chances d'être accepté.

Tykerb est un médicament par voie orale contre le cancer du sein. Suite aux bons résultats des tests en Phase III, une demande d'approbation sera introduite au second semestre (Europe et Etats-Unis).

GSK maintient son objectif de progression du bénéfice par action d'environ 10%.

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



### ■ Notre opinion

La valorisation de GSK légèrement supérieure à celle de ses pairs est justifiée par un pipeline de produits mieux fournis. Les résultats les plus récents dépassent toute attente et l'Avandia semble en bonne voie pour devenir un produit à succès. Après un léger repli ces derniers jours, GSK a réagi positivement à ces beaux résultats. L'action peut être achetée jusqu'à GBP 16.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	12,6 GBP
Valeur actif net tangible :	0,6 GBP
Ratio cours / Valeur comptable :	12,2
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	16,7
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	15,8
Rendement brut du dividende :	3,2%
Endettement :	85%
Prochains résultats :	26 Juillet

## ■ Maurel & Prom (MAU - Euronext Paris) - Energie - 19,00 EUR

### ■ Profil

Maurel & Prom (M&P) est une société française active dans l'exploration et la production de pétrole principalement en Afrique et en Amérique Latine.

En 2005, M&P a diversifié son profil de production par la reprise d'actifs en Colombie, au Vénézuéla et au Gabon.

Fin 2005, la production du groupe a presque atteint les 58.000 barils par jour, contre à peine 940 barils par jour en 2001.

Cette production se répartit entre :

■ Congo :	56%
■ Colombie :	36%
■ Vénézuéla :	8%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats annuels de 2005 ont révélé une bonne surprise, à savoir de plus grandes réserves que prévu.

L'année dernière, on craignait que M&P ne doive réduire drastiquement ses réserves au Congo. En effet, ses partenaires du champ pétrolifère M'Boundi ont diminué leurs propres prévisions pour ce champ.

Selon les estimations de l'expert indépendant (DeGolyer & MacNaughton), il apparaît que 30% des réserves du Congo sont difficiles à exploiter. Cependant, M&P a réussi à augmenter son taux de récupération. Il y a donc une chance pour que la réserve soit à nouveau entièrement considérée comme « prouvée et probable ».

En réalité, grâce aux grandes réserves hors du Congo, l'ensemble des réserves du groupe M&P, toujours selon cet expert indépendant, n'auraient diminué que de 3%.

En tenant compte de la production et de la participation au bénéfice des autorités congolaises, ces réserves s'élevaient, au 1<sup>er</sup> janvier 2006, à 269,3 millions de barils.

Sur base de ces nouveaux chiffres, les réserves de M&P se répartissent entre :

■ Congo :	45%
■ Colombie :	21%
■ Gabon :	20%
■ Vénézuéla :	11%
■ Europe :	3% (Sicile)

M&P va investir cette année EUR 128 millions dans l'augmentation de la production (Congo et Colombie) et EUR 99 millions dans de nouvelles explorations

pétrolières. Au total, M&P espère doubler ses réserves grâce à ce nouveau programme d'exploration. Elle compte particulièrement sur le Gabon.

Le mois dernier, les attentes bénéficiaires moyennes sont restées inchangées.



### ■ Notre opinion

Grâce à la stabilisation et à la diversification des réserves, le risque de M&P a baissé. Une augmentation réussie de la production au Congo et l'éventuelle découverte de champs pétroliers sont deux éléments importants qui peuvent encore fort augmenter la valeur de cette action.

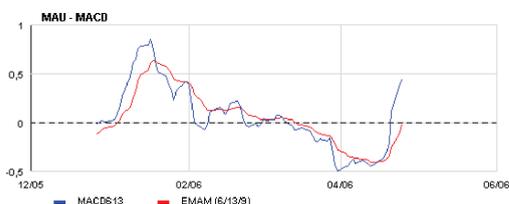
L'introduction en bourse en 2006 de la société de forage (Caroil) n'aura probablement pas de gros effet vu qu'elle ne représente que 13% du chiffre d'affaires. Vu la volatilité de l'action, nous préférons l'obligation convertible, qui se traite actuellement avec une prime de 26%. Elle donne droit à une conversion jusqu'au 22 décembre 2009.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	4,0 EUR
Valeur actif net tangible :	1,2 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	4,8
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	7,8
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	6,9
Rendement brut du dividende :	1,7%
Endettement :	88%
Prochains résultats :	4 Juin

### ■ Analyse technique

Le graphique MACD a donné le 21/4 un signal d'achat. Suite au rebond du cours, les stochastiques et les bandes de Bollinger signalent une correction probable. L'investisseur dynamique attendra un repli de 15% avant d'acheter la valeur.



## ■ Deutsche Telekom (DTE - Frankfort) - Télécom - 14,21 EUR

### ■ Profil

Deutsche Telekom (DT) est un opérateur télécom traditionnel, qui offre de vastes services de téléphonie fixe et mobile, d'accès à internet et de services informatiques aux particuliers comme aux entreprises.

Durant l'année comptable 2005, le chiffre d'affaires du groupe (EUR 59,6 milliards) se répartissait entre :

■ Ligne fixe / large bande :	36,5%
■ Mobile (T-Mobile) :	47,9%
■ Grandes entreprises clientes :	15,2%
■ Reste :	0,5%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats du quatrième trimestre de 2005 étaient conformes aux prévisions : le chiffre d'affaires a augmenté de 5,4% pour atteindre EUR 15,5 milliards et le bénéfice net a chuté de 43% pour s'élever à EUR 989 millions.

Grâce à de fortes réductions de coûts, de très bons chiffres opérationnels se cachent derrière ces moins bons résultats. Sans tenir compte des éléments exceptionnels, le bénéfice net a augmenté de 66% pour atteindre EUR 1 milliard. Le cash-flow opérationnel brut a augmenté à son tour de 10% pour atteindre EUR 5,2 milliards. En 2005, DT a surtout vu ses marges chuter dans le segment large bande (de 23,1% à 15,5%). Durant le dernier trimestre 2005, la diminution était cependant moindre (de 15,1% à 14,3%), ce qui laisse présager que les variations importantes de prix sont bel et bien derrière nous.

L'an dernier, la section américaine de T-Mobile a vu sa clientèle existante augmenter de 25% pour atteindre 21,7 millions de clients. Cette section génère à présent 16% du cash-flow opérationnel brut de DT. Après avoir supprimé 32.000 postes en novembre 2005, DT n'a pas exclu d'autres réductions de coûts. Le groupe a prévu d'augmenter le nombre de ses lignes large bande de 46% dans les deux ans. Cette année, DT va accroître son dividende de 16% pour le porter à EUR 0,72 par action. Récemment le fonds privé américain Blackstone a racheté une participation de 4,5% dans DT au fonds public allemand KfW pour un montant de EUR 2,7 milliards. Le fonds a également obtenu un siège parmi les 20 membres du Conseil d'administration.

Ces derniers temps, Blackstone a été très actif dans le secteur télécom européen : ils ont pris part l'an dernier à la reprise de Tele Danmark et sont actuellement intéressés par la reprise de Portugal Telecom.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour les 12 prochains mois restent stables.



### ■ Notre opinion

Deutsche Telekom est l'une des valeurs les meilleur marché dans le secteur des télécoms européens. L'entrée de Blackstone dans le capital peut être un signe indiquant que le pire est passé. Le fait qu'ils aient obtenu un siège au Conseil d'administration est un réel changement de mentalité dans une culture d'entreprise allemande autrefois si fermée. Vu la faiblesse des taux d'intérêt et le haut rendement sur dividende brut de 5,1%, cela ne nous surprendrait pas si Blackstone finançait partiellement son investissement par de la dette. La route est encore longue, mais il est fort probable que l'action ait marqué un plancher. Pour les investisseurs qui visent le long terme, il est conseillé d'acheter DT au cours actuel.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	11,0 EUR
Valeur actif net tangible :	-1,6 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,3
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	12,4
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	11,8
Rendement brut du dividende :	5,1%
Endettement :	94%
Prochains résultats :	11 Mai

### ■ Analyse technique

Après les stochastiques le 19/4, le MACD a donné un signal d'achat le 24/4. Le cours se situe actuellement sous la bande de Bollinger, mais ne donne aucun signal de vente.



## ■ Infineon (IFX - Frankfort Xetra) - Technologie de l'information - 9,56 EUR

### ■ Profil

Infineon conçoit, fabrique et distribue des semi-conducteurs et des produits apparentés. Sa gamme de produits comprend des microprocesseurs, des composants de mémoire électronique, des microcontrôleurs, des circuits intégrés, des senseurs digitaux et analogiques ainsi que de la fibre optique.

Le chiffre d'affaires de 2005 (EUR 6,8 milliards) se répartit entre :

- Automotive, Industrial & Multimarket (AIM) : 37%
- Communication : 21%
- Qimonda (puces de mémoire) : 42%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats du trimestre dernier étaient supérieurs aux prévisions du consensus des analystes. Le chiffre d'affaires a progressé de 24% pour atteindre EUR 2 milliards (prévision : EUR 1,8 milliards) et la perte nette s'est élevée à EUR 26 millions (prévision : EUR 76 millions).

Le résultat opérationnel brut est d'autant plus surprenant qu'après 4 trimestres en perte, on obtient un bénéfice (EUR 28 millions) là où les analystes prévoient une perte de EUR 52 millions.

Cette année, Infineon a planifié l'introduction en bourse de sa filiale à problèmes Qimonda. Celle-ci produit des puces mémoire et est, depuis des années, un boulet pour sa société mère. Elle représente 42% de son chiffre d'affaires et a atteint, contre toute attente, un résultat opérationnel brut positif de EUR 30 millions. Ce très bon résultat est principalement dû à la réduction de ses coûts.

Les autres divisions, Communications et AIM, ont généré, ensemble, un résultat brut opérationnel de EUR 45 millions. L'année précédente ils accusaient une perte de EUR 106 millions.

Infineon ne s'attend toutefois pas à répéter ses (trop) bons résultats durant le trimestre en cours. Le départ de Siemens du secteur téléphonie mobile, ancien gros client, pèse encore sur la section Communication.

A plus ou moins long terme, le nouveau contrat avec Samsung pourrait constituer un redémarrage pour la section Communication. L'ensemble du secteur de la téléphonie mobile s'en sort beaucoup mieux que prévu de sorte que cette division devrait, à terme, bien performer.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2007 ont légèrement augmenté ces 4 dernières semaines (+ 3,7%).



### ■ Notre opinion

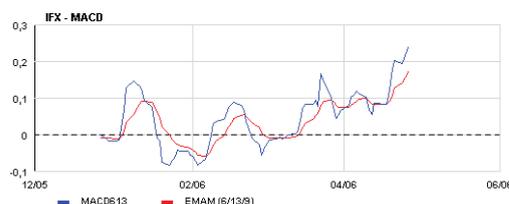
La séparation de la division Qimonda va procurer à Infineon un meilleur profil. En effet, 64% du chiffre d'affaires vont être générés par la division Automotive, Industrial & Multimarket. Celle-ci a le plus contribué aux résultats le trimestre dernier avec une augmentation du chiffre d'affaires de 16% et la multiplication par deux du résultat opérationnel brut. Un résultat stable est prévu pour le trimestre en cours. Suite à la scission prévue de Qimonda, les attentes actuelles du consensus n'ont plus beaucoup de sens. Le ratio valeur de marché sur valeur comptable constitue une meilleure référence. A 1,3, il fait d'Infineon la valeur la moins chère de son secteur. Dans une perspective de moyen terme, nous achèterions une première position au cours actuel.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	7,3 EUR
Valeur actif net tangible :	7,1 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	1,3
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

Le graphique MACD a généré un signal d'achat le 14/3. Suite à la rapide hausse du cours, les stochastiques restent dans une zone technique de surévaluation, mais ne produisent toujours aucun signal de vente.



## ■ Mobistar (MOBB - Euronext Bruxelles) - Télécom - 63,85 EUR

### ■ Profil

Mobistar est le deuxième opérateur mobile en Belgique.

Plus de 50% de ses actions sont entre les mains de France Télécom.

Le chiffre d'affaires de 2005 (EUR 1.480 millions) se répartit entre :

■ Téléphonie mobile :	92%
■ Téléphonie fixe :	6%
■ Divers :	2%

### ■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires a connu, au premier trimestre, une croissance de 8%, supérieure aux attentes, pour s'élever à EUR 364 millions. Le chiffre d'affaires de la téléphonie mobile seule a augmenté de 7% pour atteindre EUR 331,3 millions.

En outre, ces chiffres positifs n'ont pas été atteints au détriment de la rentabilité. La part des clients Post-paid (abonnements) représente à présent 45% de la clientèle totale, alors qu'elle n'était qu'à 33% au début 2004. Les clients Post-paid sont plus rentables que les clients Pre-paid (cartes de rechargement).

Mobistar voit également le nombre de ses clients actifs augmenter de 4% pour atteindre 2,96 millions. Un client est considéré comme actif si il a effectué ou reçu un appel au cours des trois derniers mois.

De ce fait, le chiffre d'affaires moyen par client a augmenté de 5% pour atteindre EUR 38,60 par mois.

Mobistar s'est lancé sur le marché de l'accès à large bande à internet (ADSL). Depuis la fin du mois de décembre 2005, elle a plus que doublé son nombre de clients ADSL et en compte à présent plus de 6.000.

L'offre innovante de la téléphonie mobile et de l'ADSL nous paraît une bonne façon d'attirer les clients de Belgacom. Mobistar a également un produit qui offre un accès ADSL sans passer par une ligne (Belgacom !) fixe.

Les attentes bénéficiaires moyennes sont restées stables au cours de ces 4 dernières semaines.



### ■ Notre opinion

La politique commerciale astucieuse de Mobistar continue à porter ses fruits. Sur un marché très concurrentiel, la société parvient à défier ses concurrents (principalement Proximus).

La valorisation de Mobistar reste attractive. Toutefois, avec un ratio cours/bénéfice de 14, il ne reste pas beaucoup d'espoir de voir le cours s'apprécier sensiblement. Son très beau rendement sur dividende (3,8%) préserve l'action de gros reculs.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	9,1 EUR
Valeur actif net tangible :	0,8 EUR
Ratio cours / Valeur comptable :	9,1
Ratio cours / Bénéfice (2006) :	14,2
Ratio cours / Bénéfice (2007) :	14,0
Rendement brut du dividende :	3,2%
Endettement :	57%
Prochains résultats :	27 Juillet

### ■ Analyse technique

Après les stochastiques le 18/4, le graphique MACD a généré un signal d'achat le 24/4. Le cours se situe sous la bande de Bollinger la plus basse et l'investisseur actif peut repêcher l'action sous la bande de Bollinger aux alentours de € 58,3, soit 8,7% plus bas.



# Gestion de Fortune

08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.2

## ■ Stratégie d'investissement

Un petit point de la situation concernant notre stratégie d'investissement après quelques articles plus généraux. Globalement celle-ci n'a pas évolué. En effet, la prime de risque des actions - européennes en particulier - reste très attractive malgré la remontée des taux d'intérêt à long terme. La croissance bénéficiaire globale des sociétés européennes offre à ce propos un soutien solide aux bourses. En outre, les prévisions de croissance bénéficiaire attendue continuent d'être régulièrement revues à la hausse. A court terme, les risques les plus sérieux proviennent de l'instabilité géopolitique (en particulier en provenance d'Iran) et d'une éventuelle chute désordonnée du billet vert. Ces risques mis à part, nous restons confiants pour le moyen terme et continuons donc, pour les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion, d'acheter des actions.

Nous continuons de rester méfiants à l'égard du marché de l'immobilier. Comme nous l'avons déjà écrit, la plupart des sicafi se traitent avec une prime par rapport à leur valeur intrinsèque. Bien sûr, elles offrent un dividende qui les rend attrayantes compte tenu de la faiblesse des rendements obligataires. Toutefois, une baisse de l'engouement pour ce type de placement ferait rapidement fondre leur prime. En outre, en trois mois, les taux d'intérêt à long terme ont regagné pas moins de 0,70 points sans que, un peu étonnamment, le marché de l'immobilier n'en souffre. Nous préférons donc attendre un meilleur point d'entrée.

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

<b>Placements en actions :</b>	<b>55% (50%)</b>
■ Actions individuelles	27,5% (25%)
■ Actions diversifiées	27,5% (25%)
<b>Placements alternatifs :</b>	<b>0% (10%)</b>
■ Immobilier	0% (5%)
■ Autres	0% (5%)
<b>Placements à terme fixe :</b>	<b>45% (40%)</b>
■ 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. Depuis son lancement en novembre 2003, le fonds a vu sa valeur nette d'inventaire s'apprécier de 41,5%, en phase avec l'évolution des actions mondiales.

## ■ Placements en actions individuelles

Nous avons procédé à quelques achats d'actions individuelles dans divers secteurs depuis le début de l'année. Ainsi nous avons ajouté Thomson (biens de consommation durable), Casino (biens de consommation courante, distribution), Munich Re (assurance, réassurance), Infineon (technologie de l'information, semi-conducteurs) et Gas Natural (services aux collectivités). Quelques valeurs restent sous surveillance pour compléter, en cas de repli des bourses, notre sélection d'actions individuelles dans la zone euro.

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

## ■ Placements en obligations

La récente hausse des taux longs a été mise à profit pour réaliser des achats progressifs d'obligations à moyen et long termes pour les portefeuilles qui étaient sous-pondérés dans cette catégorie de placements. En effet, les forces désinflationnistes (liées notamment à la mondialisation) restent solides malgré la hausse du prix du pétrole. Nous ne craignons dès lors pas un dérapage vigoureux et durable des taux longs.

## ■ Mardi 23 mai 2006

### Conférence : Investir via les Trackers de la théorie à la pratique

Langue : Français  
 Lieu : Tournai  
 Heure : 19h  
 Orateur : Monsieur Pietro Aversano, Euronext  
 Monsieur Olivier Leleux, Administrateur-délégué  
 Inscriptions : Agence de Tournai - Mme Claudine Thomassin  
 - Mr Guy Verhaeghe - Tel : 069/64.69.00

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
<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 3 366 43 00
<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
<b>GENT</b> – 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-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
<b>LEUVEN</b>	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
<b>LIEGE</b> – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
<b>MECHELEN</b>	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
<b>MONS</b> – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 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 74 50 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>UCCLE</b>	Avenue Winston Churchill, 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 14 00

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 28 avril 2006