

Edito

La volatilité a repris le pas sur les marchés boursiers. Certaines grandes capitalisations connaissent à nouveau des variations de plusieurs pourcents de leur cours de bourse sur une seule séance. Cette volatilité accrue n'est que le reflet de la nervosité croissante des marchés boursiers et des opérateurs. Les résultats du premier trimestre des entreprises sont tantôt excellents, tantôt médiocres, sans qu'une véritable tendance générale ne parvienne à se démarquer. A l'instar des résultats des entreprises, les perspectives macroéconomiques apparaissent également en demi-teinte.

Dans ce contexte boursier plus hésitant, l'utilisation des moyens traditionnels de couverture de vos actifs financiers peut s'avérer judicieux. Ainsi, ordres stop loss et produits dérivés sont à votre disposition tant sur notre site Leleux On Line qu'au sein de nos trente agences réparties dans l'ensemble du pays, où une équipe de 60 chargés de clientèle sont à votre entière disposition pour vous renseigner et vous aider à définir la couverture de votre patrimoine.

La volatilité des marchés favorise les opérations de trading à court terme. En quelques séances, l'investisseur actif peut ainsi réaliser plusieurs opérations d'achat et de vente sur des valeurs mobilières et espérer une plus-value potentielle sur son titre variant entre 5 et 10 %. Afin de détecter les valeurs qui ont la plus forte probabilité de connaître une hausse ou une baisse dans les jours qui viennent, l'analyse technique est un des outils disponibles à privilégier. Ainsi, les signaux de hausse de l'analyse technique vous permettent de vous

placer au bon moment, mais également de déterminer l'ampleur du mouvement de hausse attendu, et le cas échéant, d'éviter des investissements où le risque encouru est trop important par rapport à l'espoir de plus-values. De même, l'utilisation de notre système d'alertes de cours sur GSM peut également vous permettre de réagir dans les meilleurs délais.

C'est dans ce cadre que notre Maison a été heureuse d'étendre son module d'analyse technique à neuf nouveaux marchés. Déjà disponible sur les trois segments d'Euronext (Paris, Amsterdam et Bruxelles) et sur les trois marchés américains, l'analyse technique est désormais disponible sur Xetra (Francfort), la Bourse de Genève, Euronext Lisbonne, ainsi que les Bourse de Madrid, de Luxembourg, d'Helsinki, de Stockholm, de Varsovie et de Toronto. Nous espérons ainsi vous fournir les outils nécessaires à votre prise de décision. Toute notre équipe de chargés de clientèle reste bien entendue à votre entière disposition pour vous aider dans l'utilisation de ce module révolutionnaire.

Permettez-moi finalement de vous rappeler, la saison des dividendes approchant, que l'acquisition de Strip VVPR sur certains titres belges est susceptible d'augmenter sensiblement les dividendes que vous allez percevoir dans les mois qui viennent. N'hésitez pas à interroger votre chargé de clientèle à ce sujet.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, je vous souhaite, au nom de notre Conseil d'administration et de l'ensemble des collaborateurs de notre Maison, une excellente lecture de notre Revue Mensuelle.

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Rio Tinto	6
	Analyse de MCI	7
	Analyse de Quick	8
	Analyse de Cofinimmo	9
	Analyse de Unbail	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	346,42	-6,26% ⁽¹⁾ ↓ -0,48% ⁽²⁾ ↓
BEL 20 (Belgique)	3.029,65	-3,07% ⁽¹⁾ ↓ +3,31% ⁽²⁾ ↑
CAC 40 (France)	3.892,35	-4,31% ⁽¹⁾ ↓ +1,86% ⁽²⁾ ↑
DAX (Allemagne)	4.166,20	-4,20% ⁽¹⁾ ↓ -2,11% ⁽²⁾ ↓
FTSE (G-B)	4.803,00	-1,87% ⁽¹⁾ ↓ -0,24% ⁽²⁾ ↓
SMI (Suisse)	5.850,94	-1,33% ⁽¹⁾ ↓ +2,77% ⁽²⁾ ↑
DJ Stoxx 50 (Europe)	2.816,04	-1,75% ⁽¹⁾ ↓ +1,49% ⁽²⁾ ↑
DJII (USA)	10.052,19	-4,30% ⁽¹⁾ ↓ -6,78% ⁽²⁾ ↓
NASDAQ (USA)	1.890,87	-5,42% ⁽¹⁾ ↓ -13,08% ⁽²⁾ ↓
TS 300 (Canada)	9.303,01	-3,22% ⁽¹⁾ ↓ +0,61% ⁽²⁾ ↑
NIKKEI (Japon)	11.008,90	-5,66% ⁽¹⁾ ↓ -4,18% ⁽²⁾ ↓
MSCI World	1.114,97	-3,15% ⁽¹⁾ ↓ -4,65% ⁽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)

0,77 +0,35%⁽¹⁾
+4,69%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,48 +1,36%⁽¹⁾
+4,26%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,74 +2,42%⁽¹⁾
+2,56%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +1,10%⁽¹⁾
+1,37%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,43 +0,06%⁽¹⁾
-0,12%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 +0,95%⁽¹⁾
+0,63%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,61 +1,55%⁽¹⁾
+4,98%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,62 -3,27%⁽¹⁾
+0,53%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,28 -1,52%⁽¹⁾
-0,35%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -4,48%⁽¹⁾
-8,99%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -2,04%⁽¹⁾
-2,93%⁽²⁾

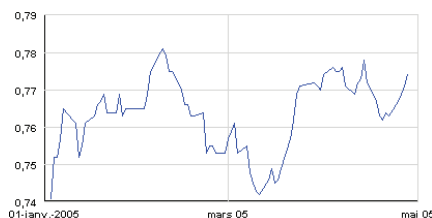
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,22%⁽¹⁾
-1,81%⁽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

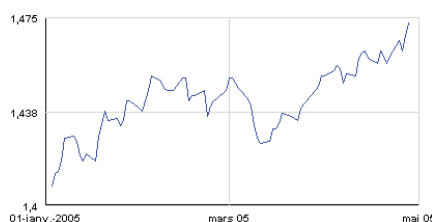
USD/EUR

Les situations macro-économiques, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, déçoivent les opérateurs et rendent les marchés nerveux. Même s'il est resté à peu près à son niveau de fin mars, le dollar a réagi à ses tensions nouvelles par un accroissement sensible de sa volatilité.



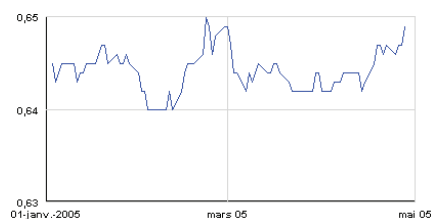
GBP/EUR

La forte croissance économique outre-manche et la politique monétaire de la Banque Centrale, qui a décidé de ne pas diminuer les taux d'intérêt, ont soutenu la livre britannique durant le mois d'avril. Mais cette embellie n'empêche pas certains observateurs de s'attendre à un ralentissement économique après la réélection de Tony Blair. Déficit budgétaire inchangé, marché immobilier stable, création de nouveaux emplois publics, et tout cela dans une économie mondiale qui ralentit ...



CHF/EUR

La forte intégration de l'économie suisse avec l'Union Européenne a permis une fois encore au franc suisse de rester stable par rapport à l'euro. La Banque Centrale Suisse s'attend un premier semestre faible, mais s'attend à ce que l'économie helvétique se ressaisisse avant la fin de l'année 2005.



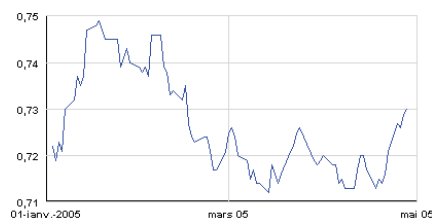
NOK/EUR

La forte hausse des prix pétroliers a eu une influence positive tant sur la Couronne norvégienne que sur l'économie norvégienne. La Norvège, qui est un des producteurs de pétrole les plus importants du monde, bénéficie temporairement de cette envolée du prix des matières pétrolières.



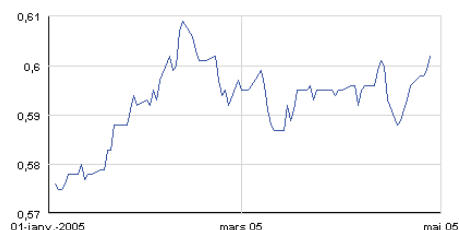
JPY/EUR

La Chine serait-elle sur le point de laisser apprécier sa monnaie par rapport au dollar US ? Qu'elle que soit la réponse à cette question, cette seule perspective de détente sur le front monétaire a permis au yen japonais de s'apprécier quelque peu contre l'euro durant le mois écoulé. Dans ce cas, les produits japonais deviendraient plus concurrentiels sur les marchés internationaux.



AUD/EUR

Les opérateurs australiens ont pêché par trop de pessimisme sur le front de l'inflation. En effet, l'inflation australienne s'est avérée être plus basse que prévue. Malgré cette bonne nouvelle, certains opérateurs s'attendent à une augmentation des taux d'intérêts. Cette attente de hausse des taux et la forte croissance économique australienne ont été certainement les deux facteurs qui ont permis l'appréciation de la devise australienne durant le mois passé.



Euro-Obligations

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

Obligations et actions : les frères ennemis

La période sous revue a été marquée par des dégagements brutaux sur le marché des actions. L'alerte est à nouveau venue des Etats-Unis, où les motifs de baisse sont légitimes. Comme nous l'indiquions dans notre parution précédente, la Federal Reserve (FED) a dissipé les doutes en enfonçant clairement le clou sur les dangers de l'inflation. Elle continuera à monter ses taux courts. Ce qui signifie la fin de l'argent bon marché pour les emprunteurs. Pour les prêteurs par contre, c'est-à-dire les investisseurs en obligations, les conditions offertes s'améliorent de jour en jour. Dans un tel contexte, la concurrence entre actions et obligations va s'amplifier. Même phénomène de décrochage sur les bourses européennes, où les capitaux cherchent à se replacer temporairement vers d'autres classes d'actifs. La concurrence est moins frappante ici, où les obligations n'offrent finalement pas de rendements spectaculaires. Toutefois, ce compartiment pourrait enregistrer un afflux

d'acheteurs, dans une optique de précaution.

Dans les prochaines semaines, on peut s'attendre à une hausse technique des cours des obligations, stimulés par la demande. Ceci dit, nous n'attendons pas de grosses modifications fondamentales dans la structure des taux européens. Seul le « non » français lors du referendum du 29 mai sur la constitution européenne pourrait induire une tension sur les taux. Mis à part cet événement, les maigres conditions en matière de taux longs devraient perdurer. Dans leur quête de rendement, les investisseurs sont invités à suivre d'autres pistes obligataires, toutes proportions gardées.

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)

2,1212% +0,78 ⁽¹⁾ 
-4,28 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,4292% -26,96 ⁽¹⁾ 
-25,38 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

2,8788% +4,11 ⁽¹⁾ 
+65,68 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,2016% -38,09 ⁽¹⁾ 
-2,04 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Volkswagen	4,125 %	22/05/2009	103,32	3,24	A-
EUR	Lehman Brothers	4,000 %	09/03/2015	100,00	4,00	A
GBP	Halifax	6,375 %	03/04/2008	103,73	4,97	AA
GBP	Rabobank	6,375 %	20/03/2009	105,23	4,86	AAA
SEK	EIB	4,000 %	15/04/2009	104,26	2,85	AAA
NOK	Land Nordrhein West	5,000 %	30/04/2007	103,79	3,03	AA-
PLN	Poland Government	8,500 %	05/12/2006	105,15	6,00	A
PLN	Depfa Bank plc	6,250 %	24/02/2009	103,49	5,21	AA-
HUF	Depfa Bank	9,500 %	17/02/2006	101,43	7,46	AA-
HUF	EIB	8,000 %	08/01/2010	104,27	6,89	AAA
NZD	A/S Eksportfinans	5,750 %	07/04/2009	96,820	6,69	AA+
NZD	BNG	6,750 %	29/04/2010	100,42	6,65	AAA
AUD	BNG	6,000 %	05/05/2009	100,77	5,78	AAA
AUD	Rabo Australia	5,500 %	05/01/2011	98,090	5,90	AAA
CAD	Province of Ontario	4,500 %	17/04/2008	103,09	3,39	AA
CAD	KFW	4,750 %	05/03/2014	102,26	4,43	AAA
USD	Eurohypo Lux	3,500 %	28/12/2007	98,620	4,06	AAA
USD	General Electric	5,000 %	01/02/2013	101,38	4,78	AAA
ZAR	Rentenbank	7,000 %	03/02/2010	96,600	7,46	A+2
TRY	Kommunalbanken	14,25 %	16/03/2007	100,05	14,18	AAA
TRY	EIB	12,50 %	01/04/2009	97,800	13,24	AAA

Economies

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

■ Etats-Unis

Il semble bien que le consommateur américain soit en train de ralentir son rythme de consommation. Enfin, diront certains. La forte augmentation de la confiance des consommateurs depuis 2003 commence en effet à ralentir. Il est vrai que les prix élevés des produits pétroliers réduisent sensiblement la partie disponible d'un budget familial. Certains indicateurs de confiance des consommateurs sont d'ailleurs retombés ces dernières semaines à leur moyenne historique. Du côté des industries et des services, la situation est un peu plus contrastée. Après une correction durant le premier trimestre, les indicateurs régionaux de l'activité industrielle en avril donnent un aperçu mitigé. Par contre, en contradiction à l'industrie, le secteur des services n'a pas encore connu de véritable repli. Son indicateur économique reste à un niveau assez élevé après la forte reprise de 2003.

Doit-on s'étonner de ces mouvements macro-économiques ? Vu les prix pétroliers élevés et la hausse de taux d'intérêts à court terme, il est logique que la croissance économique ralentisse. L'économie va-t-elle dès lors se stabiliser à un niveau plus bas, ou continuer à ralentir et même connaître une récession ? A ce jour, il est impossible de le prédire. Comme mentionné en novembre dernier, les prix du pétrole ne sont pas assez élevés pour causer à eux seuls une récession. Ces prix élevés ne peuvent que provoquer la même situation que nous connaissons actuellement, à savoir un ralentissement de la croissance. Tout ce débat occulte le véritable problème des Etats-Unis : l'importance du financement de la croissance américaine par l'endettement extérieur en particulier, et l'endettement des agents économiques en général. Et c'est ici que les taux d'intérêt jouent un rôle déterminant. Certes, le financement du déficit de la balance commerciale n'est pas encore devenu à ce jour un problème. Les derniers chiffres de février montraient encore une entrée importante de capitaux étrangers, soit près de 84,5 milliards de dollars. Néanmoins, l'importance de l'endettement américain implique de suivre de très près l'évolution des attentes économiques.

Et la situation est identique au niveau des entreprises américaines. Ici également, un endettement élevé peut avoir des conséquences dramatiques. Prenons l'exemple de Ford et de General Motors. Ce n'est pas leur

surendettement qui met à mal la vie de ces entreprises, mais bien leurs problèmes structurels internes (pertes de parts de marché en faveur de concurrents asiatiques¹). Il n'en reste pas moins que ces problèmes intrinsèques sont accentués par leur surendettement, ce qui peut les conduire à la faillite. Mais les effets secondaires d'une faillite peuvent être bien plus graves que la perte de dizaines de milliers d'emplois. En effet, la décennie passée a été caractérisée par une forte augmentation de la fragmentation des risques financiers et ce grâce à différents montages financiers. Les banques ont ainsi réussi à déplacer les risques liés à une faillite d'un débiteur vers des investisseurs moins bien informés, tels que de compagnies d'assurances et des fonds de pensions. Si certains débiteurs ne sont plus en mesure d'assumer leurs obligations, les banques ne seront plus les seules à découvriront les cadavres dans les placards.

■ Zone Euro

En Europe, les consommateurs semblent également moins prêts à ouvrir le porte-monnaie. Les chiffres récents de la situation macro-économique en Allemagne et en France montrent une confiance des consommateurs sensiblement en baisse. Et ces chiffres sont confirmés par les résultats trimestriels des entreprises actives dans les secteurs de distribution ou du luxe, tel l'Oréal. Quant aux sociétés, la confiance des entrepreneurs est en bien plus mauvaise posture. Ni l'indicateur de confiance de l'industrie ni celui du secteur des services n'arrivent à se stabiliser. Ces deux indicateurs continuent leur chute depuis leur rebond en 2003. Les prix pétroliers élevés combinés à un dollar américain bas n'ont pas raté leurs effets. La conséquence de ce pessimisme est très simple : seulement quelques mois après avoir relevé les attentes de croissance économiques pour l'Europe, celles-ci doivent être revues à la baisse. Comme aux Etats-Unis, plusieurs économistes ont peut être été trop enthousiastes.

■ Japon

Le consommateur japonais n'a pas encore retrouvé le chemin des magasins. Depuis 1997, les ventes aux détails diminuent, et ce surtout dans les grandes surfaces. La confiance des consommateurs reste à ce jour à niveau et se stabilise après rétablissement de début 2004.

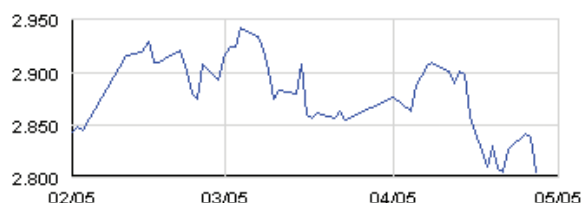
¹ Voir à ce sujet nos analyses sur le secteur automobile dans notre revue mensuelle d'avril 2005.

Marchés boursiers

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

■ DJ Stoxx 50

L'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes a perdu 1,75 % de sa valeur durant le mois dernier. Les valeurs en recul appartenaient principalement au secteur financier (ING, BNP Paribas, UBS). Certaines valeurs ont néanmoins réussi à tirer leur épingle hors du jeu, principalement dans les valeurs pharmaceutiques défensives (Glaxo, Roche, AstraZeneca).



■ Nikkei 225

L'indice japonais a connu un recul de 3,22 %. La faiblesse de l'économie niponne et le regain de tension avec son grand voisin chinois sont les deux facteurs expliquant cette mauvaise performance du Nikkei. Les valeurs technologiques et les valeurs du secteur des télécommunications ont le plus souffert.



■ S & P 500

L'indice américain n'a pas échappé au vent négatif qui a soufflé en avril sur les bourses mondiales. Dans les plus fortes baisses du mois, nous retrouvons IBM (avec de très mauvais résultats), Exxon-Mobil et Chevron-Texaco (les prix du pétrole ont reculé) et AIG (pratiques douteuses dans la comptabilité). Du côté des valeurs en progrès, nous retrouvons des valeurs pharmaceutiques, telles qu'Eli Lilly, Pfizer et Merck.



■ FTSE 100

L'indice britannique a reculé de 1,87 % en avril. L'opérateur de téléphone mobile Vodafone a accusé le recul le plus important de l'indice, mais il n'est pas le seul. Les valeurs financières de l'indice ont également baissé. Les valeurs défensives, actives dans les secteurs pharmaceutiques, dans le tabac et dans les boissons, ont par contre progressé.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EU	Décision de la BCE sur les taux d'intérêt	2,00%	2,00%	04/05
JP	Dépenses des familles	0,8%	-3,7%	10/05
USA	Balance commerciale	- \$61.5 Md	- \$61.0 Md	11/05
USA	Ventes au détail (sans le secteur automobile)	n/a	0,1%	12/05
USA	Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	n/a	87,7	13/05
USA	Importation nette de capital	n/a	\$84.5 Md	16/05
JP	Indice de confiance des consommateurs	n/a	45,2	16/05
USA	Indice des prix à la production sans l'énergie et l'alimentation (PPI)	n/a	0,1%	17/05
USA	Indice des prix à la consommation sans l'énergie et l'alimentation (CPI)	n/a	0,4%	18/05
EU	Indice des prix à la consommation de la zone Euro	n/a	0,7%	19/05
EU	Attentes de croissance économique de la zone Euro	n/a	24,6	24/05
JP	Indice des prix à la consommation sans l'énergie (CPI)	0,0%	0,0%	27/05
JP	Ventes au détail	n/a	-0,9%	27/05
EU	Sentiment de confiance des consommateurs de la zone Euro	n/a	-13	31/05
EU	Sentiment de confiance des producteurs de la zone Euro	n/a	-7	31/05

Analyses de valeurs

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

■ RIO TINTO (RIO – Londres) – Matières premières – 15,90 GBP

■ Profil

Rio Tinto est un des plus grands groupes miniers au monde. Les activités les plus importantes de Rio Tinto sont localisées en Australie et en Amérique du Nord, soit respectivement 60 % et 29 % du capital investi.

Le résultat net courant de 2004, qui a atteint 2,2 milliards de dollars, est réparti comme suit :

■ Cuivre et Or :	34%
■ Aluminium :	13%
■ Acier :	22%
■ Charbon :	14%
■ Minéraux industriels:	9%
■ Diamants :	7%
■ Autres activités :	1%

■ Perspectives

2004 a été une année record pour Rio Tinto. Le bénéfice opérationnel net a cru de 61 % à 2,2 milliards de dollars, le cashflow opérationnel a cru quant à lui de "seulement" 28 % à 4,5 milliards de dollars. Ces excellents résultats ont pu être atteints grâce aux prix élevés des matières premières que nous avons connus l'année dernière. Ainsi, rien que le prix plus élevé du cuivre a permis de réaliser une hausse du bénéfice de 49 %. De même, les prix plus élevés de l'acier ont apporté une croissance de 16 % du bénéfice. Rio Tinto profite ainsi au maximum de la forte croissance économique au niveau mondial. La position stratégique de l'Australie, fournisseur attiré de la machine de production asiatique, n'est pas étranger à ces excellents résultats.

Etant donné que le cashflow important dégagé par l'entreprise est largement suffisant pour financer le plan actuel d'investissement, le groupe a annoncé qu'il allait procéder au rachat de ses propres actions pour un montant de 1,5 milliards de dollars étalés sur 2 ans. Et cerise sur le gâteau, le dividende a été augmenté de 20 % !

Que nous réserve l'avenir ? Même si Rio Tinto s'attend à un affaiblissement de la croissance mondiale, le groupe ne voit pas le marché des matières premières

reculer et s'attend même à une demande robuste en provenance de la Chine et des Etats-Unis. Nous sommes légèrement moins optimistes. Sans remettre en cause la très forte dynamique interne de la Chine, nous ne pensons pas que la Chine pourra maintenir ses taux de croissance actuels sans le soutien de la forte demande des Etats-Unis.

Les attentes moyennes de bénéfices sur Rio Tinto sont restées stables durant les quatre dernières semaines, après une hausse de 20 % durant le trimestre dernier.



■ Notre opinion

Un ralentissement éventuel de la croissance mondiale devrait avoir normalement un effet négatif sur Rio Tinto. Même si ce ralentissement éventuel s'avère moins important qu'attendu, le sentiment boursier sur le titre n'en sortira pas renforcé positivement. Nous surveillons dès lors la valeur et nous prendrons une position dans le titre sur une baisse du cours aux alentours de 14 GBP.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	6,2 GBP
Valeur actif net tangible :	5,6 GBP
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,6
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	17,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé 2005 :	10,3
Rendement brut du dividende :	2,9%
Endettement :	31%
Prochains résultats :	3/8

■ MCI (MCIP – NYSE) – Telecom – 26,56 USD

■ Profil

MCI est le second plus grand fournisseur de téléphonie à longue distance aux Etats-Unis (après AT&T et devant Sprint). MCI a repris toutes les activités de Worldcom après sa faillite retentissante et a échappé au concordat.

Son chiffre d'affaires est réparti comme suit :

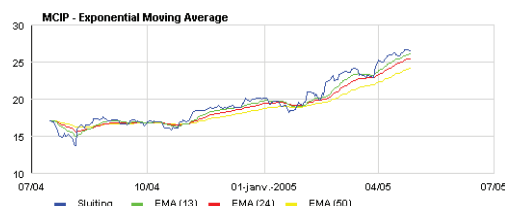
■ Etats-Unis :	84%
■ Europe/Moyen Orient :	13%
■ Reste du Monde :	3%

■ Perspectives

Nos suppositions de février dernier sont devenues plus rapidement que prévu réalité : MCI est désormais au centre d'une guerre sans merci pour sa reprise. Après une première offre de Verizon, Qwest a répondu avec une contre offre plus importante. Vu que la direction de MCI donnait sa préférence à Verizon, Qwest a dû à plusieurs reprises remonter son offre et offrir plus de liquidités pour la reprise des actions MCI. La dernière offre officielle de Verizon était de 23,10 USD contre 30 USD pour Qwest. Etant donné que Verizon a déjà repris 13 % de MCI au milliardaire mexicain Carlos Slim à un prix de 25,72 USD, nous nous attendons à ce que Verizon augmente son offre officielle au même niveau. Selon les dernières rumeurs du marché, Qwest serait dans ce cas prêt à porter son offre à 32 USD.

Qwest est en effet prêt à payer plus pour MCI car les synergies engendrées par ce rachat sont plus importantes que celles éventuellement dégagées par le rachat de MCI par Verizon. Nous parlons de 14 milliards de dollars d'économies pour Qwest contre 7 milliards de dollars pour Verizon. Ces économies sont gigantesques au regard de la capitalisation boursière de Qwest qui atteint seulement 6,4 milliards de dollars (contre 8,6 milliards pour MCI). Pour Qwest, cette reprise éventuelle s'apparente plus à une lutte de survie. En effet, la croissance dans le secteur de la téléphonie se situe désormais dans la téléphonie mobile, secteur dans lequel Qwest est peu présent, au contraire de Verizon. Ainsi, le chiffre d'affaire de Qwest a diminué de 5 % par an en moyenne durant ces deux dernières années.

Verizon pourrait également bien profiter de cette reprise, et même à des prix élevés : un prix de reprise aux alentours de 9 milliards de dollars reste toujours attractif étant donné les synergies estimées de 7 milliards de dollars. A suivre donc.



■ Notre opinion

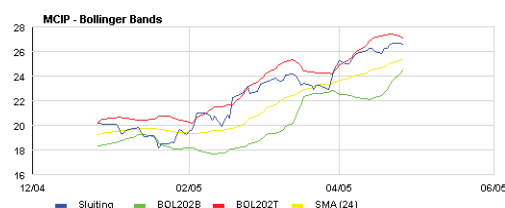
Depuis le mois de février dernier, le cours de MCI a gagné 37 % à la faveur de la lutte entre Qwest et Verizon pour sa reprise. Les événements récents nous ont montré que le cours de MCI suit plutôt les offres successives de Verizon. Nous retirons dès lors notre recommandation d'achat du mois de février dernier car nous ne pensons plus qu'une spéculation est possible sur la victoire éventuelle de Qwest. En effet, la direction de MCI est plutôt partisan d'une reprise par Verizon, étant donné la haute qualité intrinsèque de ce repreneur potentiel. La seule chance de Qwest de remporter cette bataille sera d'offrir une prime de rachat supérieure.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	13,2 USD
Valeur actif net tangible :	10,1 USD
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	664,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	53,1
Rendement brut du dividende :	6,0%
Endettement :	140%
Prochains résultats :	5/5

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme est positif, mais vient de se retourner et est décroissant, nous donnant ainsi un silver cross à la vente il y a quelques jours. Les stochastiques sont en zone de surévaluation technique et viennent de marquer une inflexion à la baisse. Tout nous laisse donc croire à une baisse du cours jusqu'à 24,90 USD, laissant alors un trading possible jusqu'à 27,12 USD, soit une plus-value potentielle de 8,91 %.



■ QUICK (QUI – Euronext Bruxelles) – Hôtels, restaurants, loisirs – 14,31 EUR

■ Profil

Le Groupe Quick compte près de 400 restaurants en Belgique, en France et dans le reste de l'Europe. 80% d'entre eux sont localisés en France. Seuls 30% des restaurants sont propriétés du groupe. Les autres sont exploités par des franchisés.

Le chiffre d'affaire a atteint 286,7 millions d'euros en 2004 et est réparti comme suit :

- France et franchisés internationaux : 86%
- Belgique et Luxembourg : 14%

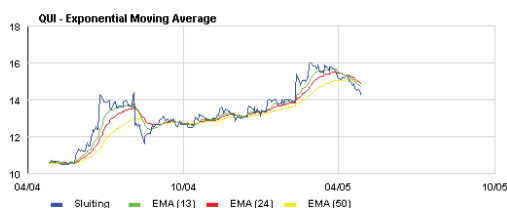
■ Perspectives

Depuis la reprise du holding GIB par Ackermans & van Haaren et par NPM (Groupe Frère), le processus de restructuration du groupe Quick s'est fortement accéléré afin de se terminer cette année. Au total, près de 89 restaurants ont été fermés. En même temps, Quick a réussi à augmenter fortement sa rentabilité : la marge opérationnelle brute est passée de 6,8% en 2002 à 12,7% en 2004.

Quick vise comme objectif une croissance agressive grâce à une expansion internationale. Cette expansion doit être atteinte grâce à des conventions de franchisés. Les régions ciblées sont les pays du Maghreb comme le Maroc, l'Algérie et la Tunisie, ainsi que le Moyen-Orient (Abu Dhabi et Dubaï). Cette croissance ne se limite pas aux nouvelles zones de développement du groupe. Ainsi, même sur les marchés locaux belges et français, une quinzaine de nouveaux restaurants par an seront ouverts à partir de 2006. Il semble bien que le but premier du groupe est désormais la création de valeur et les dividendes. Vu les actionnaires de référence familiaux de Quick, il n'y a rien d'étonnant à cette nouvelle politique.

Une première offre de reprise a été refusée en 2004 par les actionnaires de référence. Nous pensons que Quick est désormais sûrement à vendre, mais pour un prix de minimum 20 EUR par titre, ce qui signifie un PER de 13 seulement.

Les attentes moyennes de bénéfice ont connu une légère hausse ce dernier mois (+ 6,9% pour 2005 et 1,1% pour 2006).



■ Notre opinion

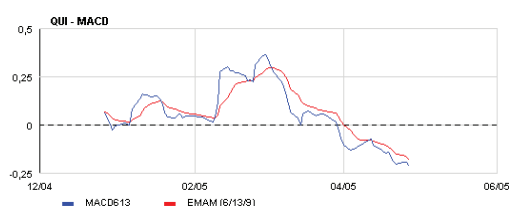
Au cours actuel, l'acquéreur du titre Quick paiera une action sous-évaluée compte tenu des possibilités d'expansion internationale du groupe. Nous nous attendons dès lors à ce que les attentes des investisseurs sur le titre soient revues à la hausse durant les prochaines années. Quick dispose également du cashflow nécessaire pour augmenter fortement le dividende. Nous profitons actuellement d'un cours faible pour rentrer dans la valeur.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	8,0 EUR
Valeur actif net tangible :	5,1 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,8
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	9,1
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	9,6
Rendement du dividende :	3,5%
Endettement :	44%
Prochains résultats :	09/05

■ Analyse Technique

Même si les stochastiques sont en zone de sous-évaluation technique, le MACD à court terme reste négatif et continue à décroître. Une fois que celui-ci se retournera, un trading entre 14,13 EUR et 15,58 EUR pourra être envisagé.



■ COFINIMMO (COFB – Euronext Bruxelles) – Immobilier – 128,40 EUR

■ Profil

Cofinimmo est la plus importante Sicav immobilière de la bourse belge. Fin 2004, la valeur totale de marché du portefeuille immobilier s'élevait à 2,1 milliards d'euros pour 852.000m². Le groupe se concentre principalement sur les immeubles de bureaux avec une vision d'investissement à long terme.

Le portefeuille est constitué comme suit :

■ Bruxelles centre :	46%
■ Reste de la région bruxelloise :	33%
■ Périphérie de Bruxelles :	12%
■ Anvers :	7%
■ Reste de la Belgique :	2%

Les actionnaires de référence sont Dexia et AGF-Belgium (avec 8,8% chacun).

■ Perspectives

Ces dernières années, le taux d'occupation des biens immobiliers en portefeuille a baissé systématiquement. Là où Cofinimmo disposait d'un taux d'occupation de 98% en 2000, il n'est plus que de 93% aujourd'hui, ce qui reste cependant un taux exceptionnellement bon. La diminution s'est principalement produite dans la périphérie bruxelloise et à Anvers (avec +/- une diminution de 15%). Du fait du faible poids de ces deux zones dans le portefeuille immobilier, Cofinimmo reste bien protégée contre les retournements économiques dans ces marchés plus cycliques.

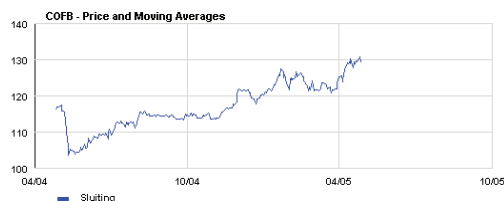
Cofinimmo a annoncé qu'elle allait dans l'avenir, se tourner encore plus vers la région bruxelloise. Bruxelles-Centre est surtout caractérisé par la forte présence des institutions européennes et grâce à elles, le marché y est plus stable qu'en périphérie ou que dans les autres villes (internationales). Selon une étude du marchand immobilier Jones Lang LaSalle, Bruxelles a de par ce fait un des meilleurs profils risques en Europe.

La stabilité des revenus de Cofinimmo est également liée au type de locataires de son portefeuille immobilier. Ainsi, 48% des revenus locatifs proviennent de locataires très stables : 22% d'administrations nationales et internationales, et 26% de groupes financiers belges (Dexia, AGF et Fortis).

Du fait de plusieurs reprises récentes, Cofinimmo a vu son bénéfice attendu diminuer d'environ 7%. Bien que les dividendes attendus restent stables,

il n'y a pas d'impact négatif sur le cours.

Les attentes moyennes bénéficiaires sont restées stables durant les quatre dernières semaines. Nous supposons que le bénéfice attendu officiel de Cofinimmo est très conservatif et sera probablement dépassé.



■ Notre opinion

La baisse des taux à long terme a eu une influence haussière sur le cours des Sicafi. Du fait de son profil risque faible, du haut rendement de ses dividendes et de sa bonne liquidité en bourse, Cofinimmo reste un investissement intéressant. L'action cote 14% au-dessus de sa valeur intrinsèque. Les investisseurs à long terme qui ont une préférence pour des hauts rendements en dividende peuvent sans souci prendre une première position. La date de détachement de coupon (09/05) peut être une opportunité intéressante pour acheter l'action (avec une limite inférieure).

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	118,3 EUR
Valeur actif net tangible :	103,8 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,1
Ratio Cours/Bénéfice :	15,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	15,3
Rendement du dividende brut :	5,7%
Endettement :	86%
Prochains résultats :	3/5

■ UNIBAIL (UL – Euronext Paris) – Immobilier – 94,65 EUR

■ Profil

Unibail est la plus grande société foncière en France. La valeur de son portefeuille immobilier s'élève à 7 milliards d'euros pour un ensemble de 1,4 millions de m².

Contrairement à Cofinimmo, Unibail est active sur trois pôles majeurs de l'immobilier commercial : les immeubles de bureaux, les centres commerciaux et les complexes de congrès-expositions. Unibail a également une politique d'investissement très active : les bâtiments entièrement loués sont souvent vendus afin que le produit de la vente puisse être réinvesti ou distribué aux actionnaires.

La valeur du portefeuille immobilier (7 milliards d'euros) se répartissait comme suit à la fin de l'année 2004 :

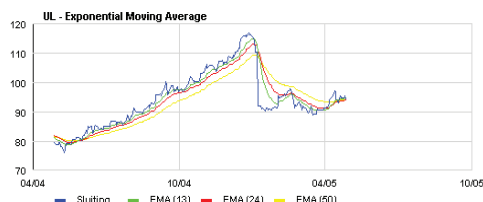
■ Immeubles de bureaux :	44%
■ Centres commerciaux :	47%
■ Complexes de congrès-expositions :	9%

■ Perspectives

L'année dernière fut une année très active pour Unibail : 1,6 milliards d'euros des actifs furent vendus et 1 milliard d'euros du capital fut remboursé. Unibail a vendu principalement des immeubles de bureaux afin de diminuer la volatilité de son portefeuille. De ce fait, 62% des revenus de location sont actuellement réalisés dans leur pôle d'activité le plus stable (les centres commerciaux et les complexes de congrès-expositions), pourcentage qui s'élevait à 47% à la fin de l'année 2003. Avec ce nouveau profil, Unibail espère atteindre à partir de 2006 une croissance récurrente de son bénéfice de 10% par an et une croissance de son dividende de 5% par an. Cette année, du fait de la vente des actifs, le bénéfice va baisser de 15%.

Unibail a une politique d'investissement plus dynamique que celle de Cofinimmo. Lorsque Cofinimmo achète des immeubles de bureaux avec des contrats de location à long terme, Unibail investit de plus en plus plutôt dans de nouveaux projets de bureaux, centres commerciaux et complexes de congrès-expositions. Ces immeubles de bureaux sont ensuite revendus afin de réaliser la plus-value et de réinvestir le produit de la vente. Cela nous paraît être une bonne approche sur le marché français de l'immobilier qui est très volatile. Il y a en effet moins d'institutions internationales qui dominent un marché relativement petit comme c'est le cas à Bruxelles.

Les attentes bénéficiaires moyennes des analystes pour 2005 et 2006 ont baissé ces derniers mois à respectivement 7% et -2%.



■ Notre opinion

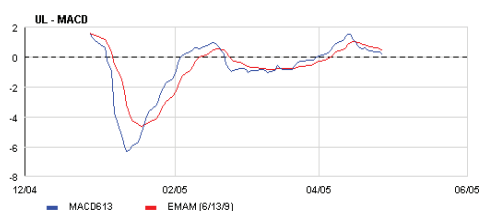
Le profil dynamique de Unibail va de paire avec un rendement élevé du dividende (4% brut). Il y a eu en fin de compte plus de liquidités consacrées aux réinvestissements. Unibail est coté avec une prime d'environ 6% par rapport à sa valeur intrinsèque. Cette prime est supérieure à celle de Cofinimmo dont le rendement du dividende est bien supérieur (5,7% brut). En net, cette différence est encore plus importante lorsqu'on prend en compte les différents régimes fiscaux. Vu le bon profil et le rendement de dividende, nous préférons Cofinimmo (limite plus basse lors du détachement de coupon) par rapport à Unibail.

■ Données fondamentales

Valeur comptable :	67,6 EUR
Valeur actif net tangible :	66,0 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,4
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	20,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	26,7
Rendement brut du dividende :	4,0%
Endettement :	109%
Prochains résultats :	21/7

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme reste positif, mais vient de réaliser un silver cross à la vente. Quant aux bandes de Bollinger, elles connaissent, après quelques semaines de volatilité, un rétrécissement, mais ne donnent pas encore de signal technique. La valeur est à surveiller.



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

Ce mois-ci, la cellule de gestion de fortune de la société de bourse a maintenu les pourcentages de répartition des trois grandes catégories d'actifs (Obligations, Actions à long terme, Actions à court terme) dans les portefeuilles. Cette répartition se présente comme suit :

- **Gestion défensive :**
 - 70 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme
- **Gestion neutre :**
 - 60 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme
- **Gestion offensive :**
 - 50 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 20 % en actions à court terme
- **Gestion agressive :**
 - 40 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 30 % en actions à court terme

La partie « Obligataire » est constituée d'un nombre important d'obligations. La cellule sélectionne pour votre compte les obligations dont les émetteurs sont de grande qualité et dont les critères de solvabilité et les rating sont les meilleurs.

La partie « Actions à long terme » est gérée en privilégiant une philosophie de gestion collective. Cette partie est constituée via la sicav Leleux Invest Fund of Funds – World Equities.

Leleux Invest Fund of Funds – World Equities se présente comme un fonds de fonds et est totalement investi en actions par le biais de fonds de placement soigneusement sélectionnés par nos équipes. Il ne détient des liquidités qu'à titre accessoire. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities couvre les principales régions du monde ainsi que les secteurs de croissance des économies développées. Il a pour objectif d'offrir à l'investisseur un portefeuille diversifié de titres au travers d'une vingtaine de fonds différents lui permettant de profiter du potentiel d'appréciation à long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds – World

Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élève aujourd'hui à 106,23 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	98,55%
cash	0%	1,45%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	31,10%	34,40%
Am. Nord	55,70%	17,20%
Pac. & Em.	13,20%	29,30%
Secteurs	-	2,60%
Monde	-	15,00%

PROFIL DE RISQUE : portefeuille très dynamique	
Risque de devise :	important
Risque de marché :	important
Degré de risque (1 à 5) :	5 (élevé)
Horizon de placement :	plus de 5 ans

PERFORMANCE					
Performance (%)	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Année en cours
Leleux Invest	-2,10	1,62	5,68	1,42	1,62
MSCI Wld NTR (€)	-0,49	3,67	5,22	3,97	3,67

TOP 5 des gestionnaires de fonds sélectionnés
Magelan
ING (L) Euro High Dividend
Raiffeisen Osteuropa Aktien
First Eagle Global
ING (L) Inv Global High Dividend

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés. Nous restons actuellement en position sur le titre Nokia, à un cours moyen d'acquisition de 12,81 EUR, et sur le titre Electrabel, à un cours moyen d'acquisition de 334,50 EUR.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations sur notre service de gestion de fortune.

■ Mardi 24 Mai 2005

Séminaire : Formation avancée sur les Options : utilisation des stratégies

Langue : Français
Lieu : Tournai
Heure : 19h
Renseignements : Agence de Tournai – Claudine Thomassin – Tel : 069/64.69.00

■ Jeudi 26, Vendredi 27 et Samedi 28 Mai 2005

Inauguration de notre agence de Hasselt-Kermt

Langue : Néerlandais
Lieu : Hasselt-Kermt
Heure :
Renseignements : Agence de Hasselt-Kermt – Berthy Vanheel – Tel : 011/37.94.00

■ Jeudi 2 Juin 2005

Séminaire : Formation de base sur les Options

Langue : Néerlandais
Lieu : Hasselt-Kermt
Heure : 19h
Renseignements : Agence de Hasselt-Kermt – Berthy Vanheel – Tel : 011/37.94.00

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
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAIMONT	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 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

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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

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

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:

le 29 avril 2005