

## Edito

Et si le salut d'un grand marché boursier européen venait de la bourse de Milan ? C'est probablement l'espoir qu'ont suscité les différentes propositions de la bourse italienne auprès de nombreux intermédiaires financiers et investisseurs particuliers européens. En effet, alors qu'Euronext et la bourse de New York (Nyse) s'appliquent à finaliser leur projet de fusion en vue de sa ratification par leurs actionnaires en décembre, alors que Deutsche Boerse campe sur les principes de base de son offre en silo sur Euronext, la Bourse de Milan a réagi avec beaucoup d'intelligence et on ne peut que se féliciter des positions prises par son administrateur délégué, Massimo Capuano.

Approchée à la fois par Euronext qui veut faire d'un éventuel rapprochement avec la Bourse de Milan le couronnement de son projet de fusion avec le Nyse, et par la Deutsche Boerse, esseulée en Europe entre l'élan transatlantique des dirigeants d'Euronext et la montée en puissance du Nasdaq dans le capital de la Bourse de Londres, le marché milanais a répondu avec finesse et intelligence aux différents intervenants. Dans un premier temps, Massimo Capuano a manifesté son intérêt tant vis-à-vis du tandem Euronext-Nyse que de la Deutsche Boerse. Dans un second temps, il a précisé son approche en proposant la constitution d'un grand marché boursier pour la zone euro. Le nouveau marché ainsi créé dépendrait d'une société holding basée aux Pays-Bas dans laquelle seraient regroupés Euronext, Deutsche Boerse et Borsa Italiana. Les activités dites «post-marché» (compensation et règlement-livraison sur les places allemande et italienne) seraient quant à elles logées dans une autre entité fusionnée, tout en privilégiant une logique d'interopérabilité entre les trois systèmes, ce qui permettrait de réduire très rapidement le coût des transactions.

Cette approche fédérale du projet de Massimo Capuano a le mérite d'être elle-même fédérative. Elle reprend ainsi la position du nouveau ministre

italien de l'Economie, Tommaso Padoa-Schioppa, soutenu par son Premier Ministre, Romano Prodi. Elle répond également aux préoccupations émises au début de l'été par le président français, Jacques Chirac, et par le président de la Banque Centrale Européenne, Jean-Claude Trichet.

Chez Leleux Associated Brokers, nous nous félicitons de cette nouvelle approche de la bourse de Milan. La constitution d'une grande bourse européenne basée sur un modèle fédéral permettrait aux investisseurs particuliers de traiter leurs opérations boursières sur des valeurs européennes plus liquides, dans des conditions tarifaires identiques et selon des règles de marché uniformisées. De plus, une fusion entre Euronext, Deutsche Boerse et Borsa Italiana serait sans nul doute capable de rallier d'autres grands marchés européens telles que la Bourse de Madrid, les bourses scandinaves ou les nouveaux marchés d'Europe centrale de l'Est. Cette harmonisation des systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison, permettrait finalement aux intermédiaires financiers, de réaliser des économies substantielles et de les répercuter directement auprès de leurs clients.

Aussi, nous avons décidé de joindre l'acte à la parole. Membre du marché allemand depuis 2000, Leleux Associated Brokers a le plaisir de vous annoncer la suppression des frais étrangers sur vos transactions sur le marché Xetra (marché électronique des valeurs allemandes), et ce à partir du 3 octobre 2006. En pratique, vos transactions sur les valeurs allemandes vous coûteront désormais le même prix que sur Euronext. Cette réduction tarifaire est un pari que notre Maison prend sur l'avenir. Nous réalisons en effet cette diminution tarifaire sans bénéficier des économies considérables qu'engendrerait sans aucun doute la création d'une bourse pour la zone euro.

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



Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué

<b>Sommaire</b>	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Capitalia	6
	Analyse de ABN Amro	7
	Analyse de Option	8
	Analyse de GDM	9
	Analyse de Dexia	10
	Gestion de Fortune	11

## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

482,54 +2,89%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,48%<sup>(2)</sup> ✓

### BEL 20 (Belgique)

4.063,81 +4,04%<sup>(1)</sup> ✓  
+14,50%<sup>(2)</sup> ✓

### CAC 40 (France)

5.250,01 +1,65%<sup>(1)</sup> ✓  
+11,34%<sup>(2)</sup> ✓

### DAX (Allemagne)

5.989,16 +2,21%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,74%<sup>(2)</sup> ✓

### FTSE (G-B)

5.971,30 +1,10%<sup>(1)</sup> ✓  
+6,27%<sup>(2)</sup> ✓

### SMI (Suisse)

8.416,68 +3,05%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,98%<sup>(2)</sup> ✓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.553,53 +0,87%<sup>(1)</sup> ✓  
+6,10%<sup>(2)</sup> ✓

### DJII (USA)

11.699,16 +2,80%<sup>(1)</sup> ✓  
+9,17%<sup>(2)</sup> ✓

### NASDAQ (USA)

2.264,90 +3,72%<sup>(1)</sup> ✓  
+2,70%<sup>(2)</sup> ✓

### TS 300 (Canada)

11.830,16 -0,02%<sup>(1)</sup> ✗  
+4,95%<sup>(2)</sup> ✓

### NIKKEI (Japon)

16.024,85 -0,72%<sup>(1)</sup> ✗  
-0,54%<sup>(2)</sup> ✗

### MSCI World

1.373,84 +1,10%<sup>(1)</sup> ✓  
+9,23%<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** +0,87%<sup>(1)</sup>   
-7,20%<sup>(2)</sup> 


## GBP/EUR (G-B)

**1,48** -0,66%<sup>(1)</sup>   
+1,52%<sup>(2)</sup> 

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

**0,67** +0,46%<sup>(1)</sup>   
-7,35%<sup>(2)</sup> 

## NOK/EUR (Norvège)

**0,12** -1,41%<sup>(1)</sup>   
-2,77%<sup>(2)</sup> 

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

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

## CHF/EUR (Suisse)

**0,63** -0,48%<sup>(1)</sup>   
-1,81%<sup>(2)</sup> 


## AUD/EUR (Australie)

**0,59** -1,23%<sup>(1)</sup>   
-5,01%<sup>(2)</sup> 

## CAD/EUR (Canada)

**0,71** +0,27%<sup>(1)</sup>   
-2,44%<sup>(2)</sup> 


## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,53** -0,27%<sup>(1)</sup>   
+2,63%<sup>(2)</sup> 

## PLN/EUR (Pologne)

**0,25** -1,80%<sup>(1)</sup>   
+3,46%<sup>(2)</sup> 

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

**0,37** +1,25%<sup>(1)</sup>   
-8,08%<sup>(2)</sup> 

## SEK/EUR (Suède)

**0,11** +0,31%<sup>(1)</sup>   
+1,62%<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

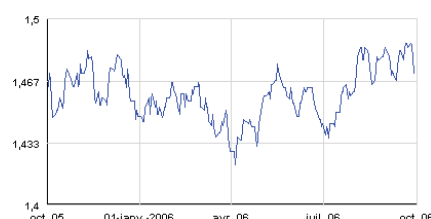
## USD/EUR

Le ralentissement économique américain et le rapprochement des cours en euro et en dollar n'ont jusqu'à présent pas eu d'influence sur le cours du dollar. Corrigé pour le pouvoir d'achat, le dollar est même devenu bon marché par rapport aux principales monnaies mondiales.



## GBP/EUR

Puisqu'on attend que la banque centrale britannique augmente de 5%, la livre sterling reste au même niveau et navigue dans une bande étroite face à l'euro.



## CHF/EUR

La Suisse et la zone euro ont des économies fortement intégrées. Leurs politiques monétaires convergent donc naturellement. D'où la faible volatilité du franc par rapport à l'euro.



## NOK/EUR

La baisse du prix du pétrole se fait ressentir par un léger tassement de la couronne. En tant qu'important producteur de pétrole, l'économie norvégienne est très sensible aux fluctuations du prix du pétrole brut.



## JPY/EUR

La hauteur du différentiel de taux d'intérêt entre l'euro et le yen continue à peser sur celui-ci.



## AUD/EUR

Pour l'instant, le marché attend la décision de la banque centrale relative à sa politique monétaire, fin octobre. L'économie australienne se porte bien.



# Euro-Obligations

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

Les taux d'intérêt à court terme restent orientés à la hausse dans la zone euro. Si la Banque centrale européenne a maintenu son principal taux directeur inchangé, à 3%, lors de sa réunion du 31 août, le marché s'attend à ce qu'elle relève ce taux d'un quart de point pour le porter à 3,25% lors de sa prochaine réunion le 5 octobre. Selon les anticipations actuelles du marché, ce ne devrait d'ailleurs pas être la dernière hausse des taux courts en euro.

Statu quo par contre aux Etats-Unis où, comme attendu, la Réserve fédérale n'a pas touché à son taux directeur le 20 septembre et ne devrait pas modifier davantage ce taux lors de sa prochaine réunion, le 25 octobre. La question pertinente concerne ici plutôt le moment où la Fed commencera à baisser ses taux dans le sillage d'un ralentissement économique de plus en plus attendu aux Etats-Unis dans le courant de 2007.

Les taux d'intérêt à long terme ont, de leur côté, poursuivi leur tendance baissière entamée durant l'été. Le taux à dix ans s'est replié de quelque 8 points de base en euro (100 points de base = 1 point de pourcentage) pour s'établir à 3,71%, tandis qu'en dollar, il baissait de 13 points de base à 4,65%. La baisse du prix du pétrole et, aux Etats-Unis, le coup d'arrêt dans la hausse du prix des biens immobiliers expliquent en grande partie la vigueur du marché obligataire.

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)

**3,1920%** +15,40 <sup>(1)</sup>   
+102,80 <sup>(2)</sup> 

## EUR (10 Ans)

**3,6890%** -13,90 <sup>(1)</sup>   
+0,60 <sup>(2)</sup> 

## USD (3 Mois)

**4,8630%** -19,90 <sup>(1)</sup>   
+264,10 <sup>(2)</sup> 

## USD (10 Ans)

**4,6260%** -15,10 <sup>(1)</sup>   
+40,40 <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 (Sub)	4,250%	25/10/2016	101,50	4,06%	A1	25/10
USD	Fortis	5,625%	06/10/2008	101,87	4,62%	A1	06/10
AUD	Nestlé	6,000%	29/01/2010	100,74	5,74%	Aaa	06/10
ZAR	Rentenbank	9,000%	11/10/2011	100,78	8,80%	Aaa	11/10

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	96,25	3,83%	Aa3
GBP	RWE	4,625%	17/08/2010	99,15	4,86%	A1
HUF	EBRD	0,000%	06/02/2009	84,70	7,22%	Aaa
USD	BNG	4,375%	19/09/2009	99,65	4,50%	Aaa
NZD	Rentenbank	6,500%	17/09/2009	99,75	6,59%	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

Comme nous l'attendions le mois dernier, l'indicateur avancé de la zone euro a commencé à se replier. Notre prévision d'un ralentissement de la croissance économique en 2007 semble dès lors se confirmer.

Rien de très étonnant à cela, puisque l'Europe devrait, selon toute logique, quelque peu subir le ralentissement attendu outre-Atlantique.

Suite aux révisions à la baisse des attentes en matière de croissance économique mondiale, les matières premières retrouvent les lois de la force pesanteur. L'actuelle accalmie relative sur le plan géopolitique rend d'ailleurs les anticipations économiques à nouveau pertinentes. C'est ainsi que nous pensons que le record de 78 USD pour un baril de pétrole établi en juillet dernier risque de durer quelques temps.

Si ces prévisions se vérifient, elles auront à coup sûr un impact positif sur les chiffres d'inflation.

## ■ Japon

Vu le long rétablissement économique de ces dernières années, nous nous attendons à un bref ralentissement de la croissance au Japon. La banque centrale japonaise a récemment maintenu son taux directeur inchangé à 0,25%. Le cycle des taux d'intérêt à court terme n'en reste pas moins haussier, même si la banque centrale procède par petites touches pour ne pas brusquer le marché ni risquer de déstabiliser l'économie après une période de taux à 0%.

## ■ Etats-Unis

Ce que la hausse du prix de l'énergie et des taux d'intérêt en hausse n'a pas su obtenir, le tassement du marché de l'immobilier l'a réussi: la confiance des consommateurs américains diminue.

Le prix moyen des maisons n'augmente plus, il a même enregistré une baisse de 1,7% au mois d'août. Il s'agit du plus fort recul de prix depuis 1995.

Ces dernières années, une grande partie des dépenses des consommateurs (entre 25% et 50% selon l'étude) ont été financées par la contraction de nouveaux emprunts hypothécaires sur des maisons dont la valeur a augmenté. Vu que cette ressource financière se tarit à présent, nous pouvons nous attendre à une baisse de la croissance de la consommation américaine. D'autant que l'effet de bien-être aura, cette fois, un impact défavorable (la perte sur investissement immobilier est généralement plus durement ressentie qu'une perte sur un placement boursier).

Est-ce le début d'un scénario catastrophe pour l'économie américaine ? Nous ne le pensons pas. Depuis la deuxième guerre mondiale, il n'y a eu que 5 périodes pendant lesquelles les prix de l'immobilier ont légèrement baissé pendant quelques mois. La situation actuelle est comparable à celle des années '80. Comme maintenant, la hausse des prix s'est arrêtée brutalement après une longue période d'appréciation immobilière (de 5% à 15% d'augmentation). Ensuite les prix ont crû à un rythme beaucoup plus lent (de 2% à 5% annuels) avec, occasionnellement, quelques baisses légères.

Cela reste cependant hasardeux de prévoir jusqu'où ira l'actuelle correction de marché. L'impact sur le système bancaire américain sera moindre qu'au début des années '80 lorsque la crise bancaire "Savings & Loans" a entraîné plusieurs banques dans la banqueroute. Cette fois au contraire, les intermédiaires ont titrisé leurs portefeuilles d'hypothèques pour revendre ceux-ci à d'autres investisseurs. L'impact total du marché sera donc réparti sur davantage d'acteurs.

# 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 est principalement influencé par des bruits de reprise : le secteur des services aux collectivités (Endesa, Iberdrola) et Ahold s'en sortent à nouveau bien. Parmi les quelques valeurs à la traîne, on retrouve principalement E.ON suite à son offre sur Endesa.



## ■ Nikkei 225

Le marché japonais a connu un mois relativement calme. Softbank s'est démarqué et a progressé de presque 20%. L'opérateur télécom va probablement refinancer ses dettes à de meilleures conditions. Clarion par contre a vu sa cote diminuer de 14% suite à un avertissement au bénéfice.



## ■ S & P 500

La baisse du prix du pétrole se fait ressentir dans le pouvoir d'achat du consommateur américain. Quelques valeurs dans le secteur de la distribution telles que Bed Bath & Beyond et Target ont crû d'environ 15%. L'effet inverse est observé sur les actions de matières premières qui ont corrigé d'environ 12%. Les actions des mines d'or ont baissé de 15% en moyenne.



## ■ FTSE 100

Le groupe de matériel de construction britannique Hansen connaît une progression de 16% suite aux rumeurs de reprise. Comme pour l'indice S&P 500, les valeurs énergétiques ont souffert de la baisse du prix du pétrole. L'exploitant de centrales nucléaires British Energy, a surtout souffert suite à l'entretien inattendu de plusieurs réacteurs. Son cours a chuté de 14% au mois de septembre.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur industriel	53,5	54,5	02/10
EMU	Ventes au détail	0,4%	0,6%	04/10
USA	Indicateur de confiance des acheteurs du secteur des services	56,0	57,0	04/10
EMU	Décision de taux d'intérêt ECB	3,25%	3,00%	05/10
USA	Indice de chômage	4,7%	4,7%	06/10
EMU	Produit Intérieur Brut (PIB)	-	2,6%	11/10
USA	Balance commerciale	-	-\$68,0	12/10
JAP	Indice de la confiance des consommateurs	-	47,8	12/10
JAP	Décision de taux d'intérêt de la banque du Japon	-	0,25%	13/10
USA	Ventes au détail (sans l'automobile)	-	0,2%	13/10
EMU	Index des prix à la consommation	-	0,1%	17/10
USA	Index des prix à la consommation (sans l'énergie et l'alimentation)	-	0,2%	18/10
USA	Décision de la Fed sur les taux d'intérêt	5,25%	5,25%	25/10
USA	Décision d'achats coûteux (sans le transport)	-	-2,0%	26/10
JAP	Indice des prix à la consommation (sans l'alimentation)	0,1%	0,0%	27/10

# Analyses de valeurs

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

## ■ Capitalia (CAP - Milan) - Banques - 6,72 EUR

### ■ Profil

Capitalia est un groupe bancaire italien de taille moyenne comptant près de 2.000 agents répartis à travers l'Italie. Le groupe résulte de la fusion en 2002 des banques Banca di Roma et Bipop-Carire.

Son chiffre d'affaires en 2005 se répartit comme suit (5,2 milliards EUR) :

■ Retail Banking :	49%
■ Corporate Banking :	14%
■ Wholesale & Investment Banking :	13%
■ Financial Services :	15%
■ Autres :	9%

### ■ Résultats et perspectives

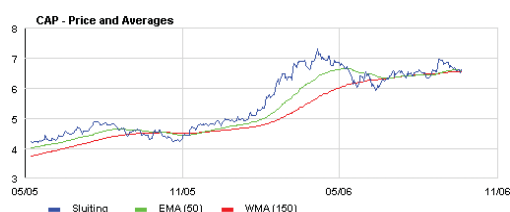
Capitalia a publié de bons résultats à la moitié de l'année. Au cours de ce premier semestre, le groupe bancaire a vu son chiffre d'affaires augmenter de 6,7% pour atteindre 2,7 milliards EUR. Comme les coûts opérationnels n'ont augmenté que de 4,2% pour atteindre 1,6 milliards EUR, le bénéfice opérationnel brut a gagné 10,5% pour atteindre 1,1 milliards EUR. Les restructurations commencent à porter leurs fruits. A la fin de l'an dernier, le plan "Delta2", lancé afin de renforcer le pouvoir des agences, a atteint son objectif. Ce plan doit fidéliser et conserver les clients en leur donnant, entre autres, des conseils par rapport aux taxes sur les personnes. Les agences dans lesquelles le plan a été lancé ont connu une plus grande augmentation de leur chiffre d'affaires par rapport aux autres agences de Capitalia.

Grâce à sa bonne progression commerciale, Capitalia a fait un bond en avant de 18 mois sur son business plan de 2007. En réalité, malgré la forte hausse de la marge d'intérêt nette (+10%), du volume d'emprunt (+12%) et surtout des emprunts hypothécaires (+42%), le groupe se trouve sous ses objectifs concernant les revenus des commissions (+3% contre +7% prévus) et surtout les dépôts des clients (0% contre +7% prévus). Capitalia s'attend à ce que les effets positifs du plan "Delta 2" viennent soutenir les dépôts clients.

Capitalia a augmenté ses attentes bénéficiaires pour 2007 de 7,8% pour atteindre 0,55 EUR par action.

Les attentes bénéficiaires moyennes des analystes

ont augmenté le mois dernier de 0,5% (2006) et 2,9% (2007).



### ■ Notre opinion

Capitalia semble réussir à insuffler une nouvelle vie à son réseau de clients particuliers. Les effets positifs du plan "Delta 2" devraient être visibles jusqu'en 2007. Le mouvement de concentration dans le paysage bancaire italien, son actionnariat fragmenté et sa bonne rentabilité font de Capitalia un candidat à la reprise. Son plus gros actionnaire, ABN AMRO (7,7%) semble encore intéressé.

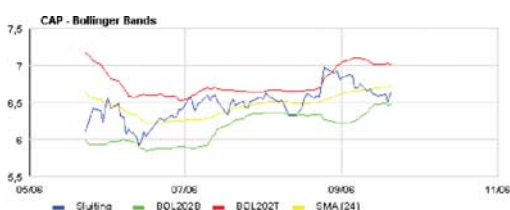
Bien que Capitalia ne soit pas très bon marché, l'action à 7 EUR est intéressante pour le moyen terme.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	3,43 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	15,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	12,4
Rendement brut du dividende :	3,0%
Prochains résultats :	9 Novembre

### ■ Analyse technique

Le 20 septembre, le graphique des Stochastiques a généré un signal d'achat. Dans le même temps, le cours a brièvement touché la bande de Bollinger inférieure à 6,5 EUR. La bande de Bollinger supérieure, située à 7,0 EUR, pourrait être vite atteinte.





## ■ ABN Amro (AABA - Euronext Amsterdam) - Banques - 22,66 EUR

### ■ Profil

ABN-Amro est active dans 3 domaines : retail banking (20 millions de clients), private banking et gestion d'actifs (313 milliards EUR), et corporate banking.

Au niveau mondial, ABN compte 4.500 bureaux répartis dans 53 pays et 110.000 collaborateurs.

Le résultat opérationnel se répartit comme suit :

■ Retail banking:	65%
■ Corporate banking :	15%
■ Private banking :	3%
■ Gestion d'actifs :	2%
■ Lease Plan :	4%
■ Headquarters :	11%

### ■ Resultaten en perspectieven

Au premier semestre 2006, ABN Amro a généré de bons résultats. Le bénéfice net a augmenté de 16,5% (9,9% si l'on se limite à la croissance autonome, i.e. par exemple sans la reprise de Banca Antonveneta) pour atteindre 2,2 milliards EUR. ABN a dû faire face à la hausse des provisions pour mauvais emprunts. Ces derniers sont passés de 400 millions EUR à 761 millions EUR. ABN Amro attribue cette évolution principalement à la forte augmentation de portefeuilles de crédit au Brésil. Elle estime que les provisions sont maintenant suffisantes.

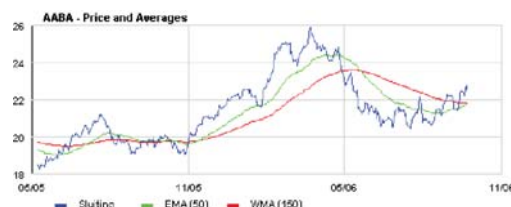
ABN Amro supporte encore les conséquences d'activités passées dans le corporate banking. Ce département, déjà fort aminci, a vu son bénéfice diminuer de 21% au deuxième trimestre pour atteindre 122 millions EUR.

ABN Amro est de plus en plus considéré par le marché comme prédateur. Le groupe est peu intégré et peut difficilement réaliser des synergies entre ses départements. Le marché voit en ABN Amro un portefeuille d'actions bancaires plutôt qu'un groupe bancaire international intégré comme HSBC.

Le groupe se concentre de plus en plus sur le segment stable de la clientèle particulière du marché bancaire. La reprise de Banca Antonveneta s'inscrit dans cette logique.

Nous pensons qu'ABN Amro réalisera d'autres acquisitions en Italie. Capitalia, dont ABN Amro détient 7,7% des parts, pourrait être la prochaine proie.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont légèrement baissé ces 4 dernières semaines (-0,2%).



### ■ Notre opinion

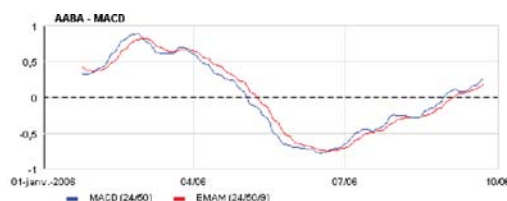
Dans notre revue mensuelle de janvier 2005, nous options, pour le long terme et sur la base de la qualité du bénéfice, pour ING plutôt que pour ABN Amro. Depuis lors, les deux banques ont connu des prestations boursières différentes: 16,7% et 35,5% pour ABN Amro et ING respectivement (performances annualisées, dividendes inclus). ABN Amro a probablement créé le plus de valeur en vendant ses divers (et relativement petits) départements non européens, et en réinvestissant par exemple en Italie. La lenteur de la restructuration, la valorisation raisonnable et le rendement sur dividende intéressant font de ABN Amro un candidat à la reprise à moyen terme.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	12,1 EUR
Valeur des actifs nets :	8,9 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	10,1
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	9,5
Rendement brut du dividende :	5,1%
Prochains résultats :	30 Octobre

### ■ Analyse technique

Le 31 août, le MACD a généré un signal d'achat. Vu que l'indicateur RSI approche de la zone de surachat, il est possible que le mouvement ascendant s'affaiblisse temporairement.



## ■ Option (OPTI - Euronext Bruxelles) - Produits technologiques - 15,54 EUR

### ■ Profil

Avec 32% des parts de marché, Option est le plus gros producteur de cartes de communication sans fil pour ordinateurs portables. Les produits Option sont vendus mondialement à 30 opérateurs de téléphonie comme Deutsche Telekom, France Telecom, Cingular Wireless (USA) et Vodafone. Ses principaux concurrents sont Novatel, Sierra Wireless et SonyEricsson.

Option a été fondé en 1988 et compte à ce jour près de 580 collaborateurs.

Son chiffre d'affaires au deuxième trimestre 2006 se répartit comme suit (82,5 millions EUR) :

■ Europe :	93%
■ Reste du monde :	7%

### ■ Résultats et perspectives

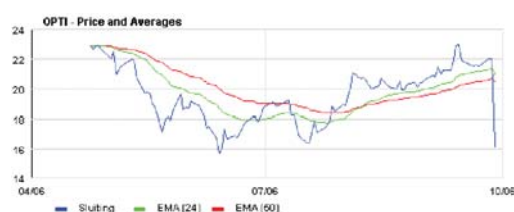
Durant le deuxième trimestre, Option a réalisé de bons résultats : tant le chiffre d'affaires que le bénéfice net ont atteint des sommets records. Le chiffre d'affaires a augmenté de 69% pour atteindre 82,5 millions EUR (prévisions : 85,5 millions EUR) et le bénéfice net de 74% pour atteindre 13,4 millions EUR (prévisions : 10,7 millions EUR). La marge opérationnelle brute s'élève à 17%. De même, Option s'attend à atteindre son objectif de chiffre d'affaires de 500 millions EUR de 2008 plus tôt que prévu, probablement encore en 2007.

Il y a quelques semaines, la société était très positive suite à de potentiels contrats en Asie (Japon et Taiwan) qui devraient se conclure en 2007. Le marché ne semble pas encore tenir compte du potentiel asiatique.

Le 27 septembre au soir, Nokia et Intel ont laissé tomber une bombe : ils ont conclu un partenariat grâce auquel les cartes des futurs appareils Nokia seront intégrées de façon standard dans la nouvelle plateforme d'Intel pour ordinateurs portables (Intel Centrino Duo Mobile technology). Lorsque Nokia et Intel auront réussi à se mettre d'accord sur les aspects techniques, le marché des cartes de communication intégrées changera probablement complètement. Les producteurs d'ordinateurs portables (par exemple Acer ou Dell) pourront à l'avenir acheter leur processeur chez Intel où la carte de communication est fabriquée sans devoir conclure d'accord avec Option ou Sierra Wireless.

Nokia et Intel se jettent de cette façon dans le marché des producteurs de cartes de communication WIFI. Le gros moteur de croissance à moyen terme (septembre 2008) pour le secteur était en effet la vente de cartes standard aux fabricants d'ordinateurs.

En prévision du succès de Nokia et Intel, il ne restera qu'une petite part de marché pour les ordinateurs portables autres qu'Intel et Option devra se la partager avec ses concurrents directs.



### ■ Notre opinion

Alors qu'Option semblait prêt à entamer sa seconde phase de croissance avec succès par le biais de cartes standard, la structure de marché se met à changer. Il est probable que l'histoire à succès d'Option (et de ses concurrents) s'effondre, ce qui entraînerait une chute de son cours en bourse. Pour 2006 et 2007, nous pensons qu'Option allait obtenir de meilleurs résultats que prévu, mais cela semble à présent compromis. L'action sera dans un futur proche un élément d'opposition entre ceux qui y croient et ceux qui n'y croient plus. Nous ne nous prononcerons pas avant d'y voir plus clair quant aux chances de succès de Nokia.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	2,4 EUR
Valeur des actifs nets :	1,6 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	6,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	13,0
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	10,0
Rendement brut du dividende :	0%
Dette :	1%
Prochains résultats :	26 octobre



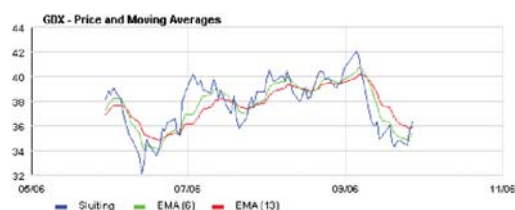
## ■ Market Vectors Gold Miners (GDJ - Amex) - Tracker: Mines d'or - 36,21 USD

### ■ Profil

Le fonds indexé coté, autrement appelé "Exchange traded fund" (ETF) ou encore Tracker, Market sectors Gold Miners (GDJ) réplique l'indice Amex Gold Miners (GDM)

Cet indice comprend 44 mines d'or, soit bien plus que les deux autres indices de mines d'or en Amérique du Nord ; HUI (15) et XAU (16). Malgré le plus grand nombre de valeurs, plusieurs mines d'or pèsent lourd dans l'index GDM : les 6 plus grosses valeurs pèsent 50% de l'indice. Pour les index HUI (Amex Gold Bugs Index) et XAU (Phila Gold & Silver Index) cela représente moins, 5 valeurs.

Les 50% restant sont répartis entre les petits et moyens producteurs d'or et entreprises d'exploration.



### ■ Application

Le grand avantage de ce tracker est la diversification offerte par un seul portefeuille d'actions de mines d'or. Un accident minier peut avoir un impact négatif significatif sur le cours de bourse de la mine en question, sans influencer le cours de l'or. Même en tenant compte de la concentration du portefeuille, celui-ci reste bien protégé contre les accidents miniers vu que les grandes sociétés minières sont elles-mêmes diversifiées internationalement dans plusieurs mines.

Ce tracker est dès lors un bon moyen pour profiter d'un levier sur la hausse du prix de l'or. Les mines d'or sont en effet plus volatiles que le prix de l'or vu qu'elles possèdent les caractéristiques d'un option call sur l'or : à prix de production égaux, une augmentation du prix de l'or a un impact proportionnellement plus important sur les bénéfices et donc sur le cours des sociétés minières. Contrairement à un option call, l'action d'une mine d'or a également l'avantage d'avoir un horizon temporel plus lointain (des années au lieu de mois). L'inconvénient : on ne peut pas profiter du tracker pour miser sur une baisse du prix de l'or.

### ■ Fiche

Type de fonds : Exchange Traded Fund (ETF)  
 Indice sous-jacent : Amex Gold Miners (GDM)  
 Beta par rapport au prix de l'or : 1,65  
 Place de cotation : Amex (US)  
 Total des frais sur en cours : 0,55%  
 Première cotation : 22-5-06  
 Actifs : 237,2 mln USD  
 Code ISIN : US57060U1007  
 Gestionnaire : Van Eck Associates Corp.

Informations : <http://vaneck.com/index-cat-193.cfm>

Market Vectors Gold Miners Index (GDM)		
Valeur	Poids	Poids cumulés
Barrick Gold Corp	15,8%	15,8%
Newmont Mining Corp	10,6%	26,5%
AngloGold Ashanti Ltd	6,2%	32,7%
Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc	6,0%	38,7%
Goldcorp Inc	5,9%	44,6%
Gold Fields Ltd	5,4%	50,0%
Harmony Gold Mining Co Ltd	4,8%	54,8%
Glamis Gold Ltd	4,5%	59,3%
Kinross Gold Corp	4,3%	63,7%
Agnico-Eagle Mines Ltd	3,9%	67,5%
Cia de Minas Buenaventura SA	3,5%	71,1%
Yamana Gold Inc	2,8%	73,9%
Meridian Gold Inc	2,5%	76,4%
Bema Gold Corp	2,1%	78,5%
Eldorado Gold Corp	1,5%	80,1%
Iamgold Corp	1,5%	81,6%
PAN American Silver Corp	1,5%	83,1%
Randgold Resources Ltd	1,4%	84,5%
Silver Standard Resources Inc	1,4%	85,9%
Novagold Resources Inc	1,4%	87,2%
Coeur d'Alene Mines Corp	1,3%	88,5%
Cambior Inc	1,0%	89,5%
Apex Silver Mines Ltd	1,0%	90,5%
Gammon Lake Resources Inc	0,9%	91,4%
Miramar Mining Corp	0,8%	92,2%
Northgate Minerals Corp	0,7%	92,9%
Crystallex International Corp	0,7%	93,6%
Hecla Mining Co	0,7%	94,2%
Royal Gold Inc	0,7%	94,9%
Northern Orion Resources Inc	0,6%	95,5%
Golden Star Resources Ltd	0,6%	96,0%
Tanzanian Royalty Exploration Corp	0,5%	96,5%
Minefinders Corp	0,4%	96,9%
Seabridge Gold Inc	0,4%	97,4%
Aurizon Mines Ltd	0,4%	97,7%
RIO Narcea Gold Mines Ltd	0,4%	98,1%
Cumberland Resources Ltd	0,3%	98,4%
Nevsun Resources Ltd	0,3%	98,7%
Vista Gold Corp	0,3%	99,0%
Taseko Mines Ltd	0,3%	99,2%
Metallica Resources Inc	0,3%	99,5%
Orezone Resources Inc	0,2%	99,7%
Gold Reserve Inc	0,2%	99,9%
Great Basin Gold Ltd	0,2%	100,0%

## ■ Dexia (DEXB - Euronext Bruxelles) - Banques - 20,33 EUR

### ■ Profil

Dexia est un groupe bancaire franco-belge qui se repose sur deux piliers : le financement d'institutions collectives et les services financiers aux particuliers (retail et private banking). A côté de cela, le groupe compte encore un certain nombre d'activités complémentaires telles que les assurances, l'administration de fonds et la gestion d'actifs.

Le montant de bénéfice net (1,5 milliard EUR) par activité s'est réparti au premier semestre 2006 comme suit :

■ Institutions collectives :	50%
■ Particuliers :	23%
■ Assurances :	5%
■ Administration de fonds :	4%
■ Gestion d'actifs :	4%
■ Trésorerie :	14%

### ■ Résultats et perspectives

Les résultats du deuxième trimestre ont été supérieurs aux prévisions avec un bénéfice net de 15% et ont atteint 584 millions EUR (prévision : 509 millions EUR). La principale division, le financement des institutions collectives, a réalisé une croissance autonome de son bénéfice net de 21 % pour atteindre 292 millions EUR. Le bénéfice net de la division services financiers aux particuliers a augmenté de 13% pour atteindre 137 millions EUR. La plus importante croissance se situe dans les petites activités complémentaires où les assurances, l'administration de fonds, la gestion d'actifs ont vu leur bénéfice net augmenter de 49% pour atteindre 76 millions EUR.

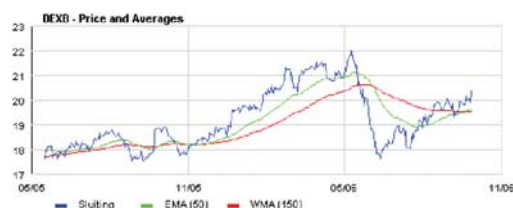
Le plus important pour l'avenir a été la communication, le 26 septembre, d'un pont sur les développements stratégiques à attendre.

Le plus important pour l'avenir a été la communication, le 26 septembre, d'un pont sur les développements stratégiques à attendre. Sans grande surprise, Dexia a décidé de se concentrer sur ses deux plus importants métiers. L'objectif d'accroître le bénéfice par action de 10% en moyenne annuelle (hors acquisition) nous paraît réalisable. Le bénéfice par action a progressé depuis 1997 d'environ 11,6% par an et de 14,5% en 2005.

Selon les calculs de Dexia, les nouvelles normes de crédit Bâtes II libéreront un capital d'environ 2 milliards EUR qui pourra être employé soit pour des acquisitions soit pour un rachat d'actions propres. Ce montant représente presque 9% de la capitalisation actuelle de ma société.

Début 2007, les nouveaux objectifs de synergies liées à la récente reprise de Denizbank vont être annoncés. Pour l'instant, l'objectif de 66 millions USD d'ici 2010 est trop faible par rapport au prix d'achat de 2,4 milliards USD.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2006 et 2007 ont augmenté ces 4 dernières semaines de 1,1% et 1,7%.



### ■ Notre opinion

Au sein du secteur bancaire, Dexia ne se différencie pas vraiment par ses ambitions. En tant que candidat à la reprise, elle ne nous semble pas intéressante vu que la banque aux particuliers est trop petite et principalement active au Benelux.

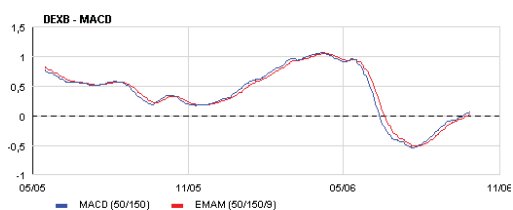
Seules quelques valorisations relativement intéressantes peuvent nous plaire. Nous pensons que le marché se rendra rapidement compte que ces nouveaux objectifs sont réalisables, ce qui devrait faire réagir le cours dans les semaines à venir.

Nous achetons sous 21 EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Valeur Comptable :	12,9 EUR
Valeur des actifs nets :	12,4 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	1,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2006) :	10,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé (2007) :	10,0
Rendement brut du dividende :	3,5%
Prochains résultats :	16 Novembre

### ■ Analyse technique



Le 20 septembre, l'indicateur MACD a généré un signal d'achat. Le cours décolle progressivement.

# Gestion de Fortune

18 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.8

Début juin, vous pouviez lire dans la présente rubrique que la baisse des bourses devait être mise à profit pour réaliser des achats progressifs en actions. Nous avons alors déjà commencé à accumuler du papier à bon compte. Comme annoncé, nous avons poursuivi nos achats durant l'été avec la constitution de nouvelles lignes en ENI dans le secteur énergétique, en PPR dans le secteur des biens de consommation durable, en Dexia dans le secteur bancaire et en Gaz de France dans le secteur des services aux collectivités.

Avec une trentaine de valeurs, notre sélection d'actions individuelles est maintenant optimale et très bien équilibrée, notamment d'un point de vue sectoriel.

Début septembre, nous avons également procédé à un arbitrage par la cession d'Infineon au profit de STMicroelectronics dans le sous-secteur des semi-conducteurs. Bien que la vente d'Infineon ait dégagé une moins-value de 4% par rapport à son achat en avril dernier, il faut noter que le secteur technologique a, dans le même temps, subi une correction de 17%. L'opération a donc bien été profitable, en termes relatifs. Notons que sur la même période, le cours de STMicroelectronics dévissait, lui, de 20%. Conformément à notre politique en matière de sélection des actions individuelles (voir notre RM d'octobre 2005), l'arbitrage a été motivé par le fait que l'action de l'entreprise franco-italienne se traite à 1,22 fois les fonds propres (ce qui est particulièrement bon marché), alors qu'elle bénéficie d'un momentum des révisions bénéficiaires par le consensus des analystes plus favorable que son homologue allemande.

Entre temps, les bourses sont reparties à la hausse pour atteindre aujourd'hui de nouveaux sommets, pour la plupart historiques. Les fondamentaux restent toutefois très bons. Les actions conservent donc, selon nous, suffisamment de potentiel d'appréciation pour constituer un très bon placement pour le moyen et le long termes. Et si une correction boursière devait toutefois se produire, ce que l'on ne peut pas exclure à court terme, nous pensons qu'elle ne devrait être que passagère.

Nous maintenons donc notre stratégie d'investissement inchangée. Nous continuons à recommander de surpondérer les placements en actions. Nous restons méfiants, à tort il est vrai jusqu'à présent, vis-à-vis des placements immobiliers (lire nos précédentes RM). Nous avons commencé à construire une position en obligations convertibles (voir notre RM du mois passé). Enfin, nous restons neutres en matière de placements obligataires.

En résumé, 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>2,5% (10%)</b>
■ Immobilier	0% (5%)
■ Obligations convertibles	2,5% (5%)
<b>Placements à terme fixe :</b>	<b>42,5% (40%)</b>
■ Obligations	35% (35%)
■ Liquidités	7,5% (5%)

Toutefois, la sur-performance des placements en actions (par rapport notamment aux obligations) accroît automatiquement le poids de ceux-ci dans les portefeuilles. A stratégie inchangée, il convient donc de commencer à prendre quelques bénéfiques, ne fut-ce que partiellement. C'est ainsi que nous avons allégé les positions dans des titres qui ont particulièrement bien performé, même si ceux-ci restent fondamentalement attractifs. Crédit Agricole et Henkel se sont appréciées de respectivement 42% et 46% depuis nos achats en octobre 2005, alors que, dans le même temps, le secteur bancaire et le secteur des biens de consommation courante de la zone euro progressaient de 26% et 19% respectivement.

Récapitulatif de notre sélection-modèle d'actions individuelles et des principales opérations réalisées depuis notre dernier point de la situation (RM de juin) :

Secteur	Société	Opération
Energie	ENI	Achat
	Repsol	-
	OMV	-
Matériaux	DSM	-
	Saint-Gobain	-
Industrie	Schneider Electric	-
Biens de consommation durable	PPR	Achat
	Renault	-
	Thomson	-
	Vivendi Universal	-
Biens de consommation courante	Casino	-
	Henkel	Allègement
Soins de santé	Sanofi Aventis	-
Banques	ABN Amro	-
	Banco Santander	-
	BNP Paribas	-
	Commerzbank	-
	Crédit Agricole	Allègement
	Deutsche Bank	-
	Dexia	Achat
Assurance	Aegon	-
	Allianz	-
	Munich Re	-
Technologie de l'information	Cap Gemini	-
	STMicroelectronics	Arbitrage (Infineon)
Télé-communications	Deutsche Telekom	-
	France Telecom	-
Services aux collectivités	E.On	-
	Gas Natural	-
	Gaz de France	Achat

## ■ Samedi 21 octobre 2006 : Salon Finance Avenue

Langues : Français et Néerlandais  
Lieu : Tour & Taxis - Bruxelles  
Heure : De 9h à 18h  
Informations : [www.tijd.be](http://www.tijd.be)  
[www.lecho.be](http://www.lecho.be)

## ■ Mardi 7 novembre 2006 : Séminaire L'analyse technique via Leleux On Line

Langue : Français  
Lieu : Tournai  
Heure : 19h  
Inscriptions : Agence de Tournai  
Mme Claudine Thomassin - Tel : 069/64.69.01  
Mr Guy Verhaeghe - Tel : 069/64.69.02

<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
<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 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 30 16 30
<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 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>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 27 00

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

E-Mail: [webmaster@leleux.be](mailto: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 Septembre 2006