

## Edito

Le mois de novembre 2007 sera résolument un mois de changement, tant pour les clients et les collaborateurs de Leleux Associated Brokers que pour les investisseurs particuliers dans toute l'Union Européenne. Dès le 1<sup>er</sup> novembre prochain, une nouvelle directive européenne, baptisée MiFID, viendra réformer tout le cadre réglementaire du secteur financier européen. L'objectif est double : harmoniser les règles applicables au secteur financier européen et renforcer les mesures de protection en faveur des investisseurs. Depuis plusieurs mois, des centaines de collaborateurs des différentes institutions financières européennes travaillent d'arrache pied pour adapter les procédures et leur organisation afin de relever ce nouveau défi lancé à l'industrie financière européenne.

En tant que client de Leleux Associated Brokers, vous recevrez dans les jours qui viennent une brochure vous présentant les principales modifications engendrées par la MiFID. Vous y découvrirez la protection renforcée dont MiFID vous fera bénéficier prochainement, ainsi que les nouveaux services que notre Maison sera à même de vous proposer dans les mois qui viennent. Nous sommes persuadés que cette brochure répondra aux éventuelles questions que vous pourriez vous poser à ce sujet.

Mais l'actualité du mois de novembre 2007 ne se limite pas à la MiFID pour notre Maison. Comme vous le savez, Leleux Associated Brokers est aujourd'hui une des dernières sociétés de bourse indépendante en Belgique. Regroupant près de 25 agents de change, forte d'une informatique à la pointe de la technologie, d'une expérience de près de 80 ans et des compétences d'une centaine de collaborateurs, notre Maison peut ainsi vous proposer en parfaite objectivité ses services financiers au travers d'un réseau de 30 agences. Loin de nous conforter dans nos habitudes, nous avons à coeur d'améliorer chaque jour la qualité des services et de l'accueil que nous vous proposons.

C'est cette philosophie basée sur le service à la clientèle et l'indépendance qui nous a permis de

conclure un nouveau partenariat avec la société de Bourse J. Quatannens & Co, située à Anzegem en Flandre occidentale. Nous sommes très heureux de pouvoir ainsi accueillir au sein de notre équipe un agent de change supplémentaire.

Représentant la troisième génération de financiers au sein de sa famille, Jacques Quatannens dirige depuis plus de 20 ans la société de bourse familiale avec prudence, honnêteté et compétence. Dès le 2 novembre prochain, Monsieur Quatannens et ses collaborateurs continueront à fournir à leurs clients les mêmes services que par le passé, mais désormais en bénéficiant de l'infrastructure de la société de bourse Leleux Associated Brokers, qui comptera alors 31 agences dans tout le pays.

Ce rapprochement confirme la politique d'indépendance et de service menée par notre Maison depuis de nombreuses années, politique qui nous a permis par le passé de nous rapprocher d'autres sociétés de bourse. Ainsi, en janvier 2001, 8 agences de la société de bourse Union Belgian Brokers et 3 agences de la société de bourse Delta décidaient de rejoindre les 11 agences de J. Leleux & Cie pour former Leleux Associated Brokers. En septembre 2002, la société de bourse bruxelloise Ropsy & Cie rejoignait le nouveau groupe ainsi formé, suivie en novembre 2004 par la société de bourse Busschaert & Cie. Aujourd'hui, forts de leurs expériences différentes, tous nos collaborateurs poursuivent un même objectif, celui de servir et de défendre les intérêts de nos 22.000 clients particuliers.

C'est précisément cette volonté de mieux vous servir et de mieux vous informer qui nous a poussé à modifier quelque peu la structure de notre revue mensuelle. Outre un remaniement de la pagination afin de rendre plus aisée la lecture de nos différentes rubriques, vous découvrirez à la fin de notre revue mensuelle une nouvelle rubrique dans laquelle nous lèverons chaque mois le voile sur le fonctionnement de notre Maison. Les passionnés des marchés financiers y trouveront de nombreuses réponses à leurs questions.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de votre revue mensuelle.

<b>Sommaire</b>	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Nyrstar	6
	Analyse de Schneider Electric	7
	Analyse de Cofinimmo	8
	Chine : Attachez vos ceintures !	9
	Gestion de portefeuilles	10
	Un métier sous la loupe	11
	Agenda	12

Olivier Leleux  
Administrateur  
Délégué



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

547,16 +1,14%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,46%<sup>(2)</sup> ✓

### BEL 20 (Belgique)

4.399,21 +1,71%<sup>(1)</sup> ✓  
+0,24%<sup>(2)</sup> ✓

### CAC 40 (France)

5.794,87 +1,39%<sup>(1)</sup> ✓  
+4,57%<sup>(2)</sup> ✓

### DAX (Allemagne)

7.949,17 +1,12%<sup>(1)</sup> ✓  
+20,50%<sup>(2)</sup> ✓

### FTSE (G-B)

6.661,30 +3,01%<sup>(1)</sup> ✓  
+7,08%<sup>(2)</sup> ✓

### SMI (Suisse)

8.962,92 +0,33%<sup>(1)</sup> ✓  
+2,02%<sup>(2)</sup> ✓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.843,82 +0,61%<sup>(1)</sup> ✓  
+3,97%<sup>(2)</sup> ✓

### DJII (USA)

13.806,70 -0,64%<sup>(1)</sup> ✗  
+10,78%<sup>(2)</sup> ✓

### NASDAQ (USA)

2.804,19 +3,80%<sup>(1)</sup> ✓  
+16,10%<sup>(2)</sup> ✓

### TS 300 (Canada)

14.296,43 +1,40%<sup>(1)</sup> ✓  
+10,75%<sup>(2)</sup> ✓

### NIKKEI (Japon)

16.505,63 -1,67%<sup>(1)</sup> ✗  
-4,18%<sup>(2)</sup> ✗

### MSCI World

1.658,95 +1,55%<sup>(1)</sup> ✓  
+11,82%<sup>(2)</sup> ✓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2006

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

## ■ Union économique et monétaire (UEM)

Les indicateurs de sentiment des milieux d'affaires belge et allemand ont poursuivi leur repli le mois dernier, tout comme l'indicateur de confiance économique de l'UEM. La vigueur de l'euro, qui rend les exportations européennes plus chères à l'étranger, la hausse du prix du pétrole et le ralentissement économique américain expliquent vraisemblablement une grande partie de cette détérioration des indicateurs avancés. La croissance économique de l'UEM devrait dès lors se tasser en 2007 (+/- 2,5%) et en 2008 (+/- 2,3%) après le bon cru de 2006 (2,9%).

Il n'est toutefois pas question de récession. D'une part, le principal partenaire commercial de l'Europe est l'Europe elle-même. Or les réformes structurelles portent leurs fruits en Allemagne. La France, nous l'avons déjà dit dans nos précédentes éditions, pourrait suivre, tel est en tous cas le souhait de son président. Une partie du moteur de la croissance européenne est donc bien domestique. D'autre part, certains blocs émergents, autrefois négligeables, commencent à prendre du poids sur la scène économique mondiale. Ils offrent ainsi un relais de croissance à une économie américaine qui s'essouffle. On pense à la Chine et à l'Inde notamment. Enfin, bien que la croissance de la masse monétaire reste préoccupante pour nos autorités monétaires, le ralentissement économique annoncé et la vigueur de l'euro, phénomène désinflationniste puisque celle-ci rend les biens étrangers importés moins chers dans l'UEM, vont freiner les ardeurs restrictives de la Banque centrale européenne.

## ■ Etats-Unis d'Amérique (USA)

Les Etats-Unis sont plus avancés que l'UEM dans le cycle économique. Le ralentissement y est déjà bien présent, puisque la croissance attendue pour 2007, à 2,0%, est sensiblement inférieure à celle observée en 2006 (2,6%). Les indicateurs avancés, en repli à la fin du mois dernier, restent toutefois à des niveaux compatibles avec une expansion économique.

L'indicateur de sentiment des milieux d'affaires pour le seul secteur immobilier est par contre, on s'en doute, en train de crever ses précédents planchers. Sur ce front-là, les conditions de marché devraient, selon toutes vraisemblances, poursuivre leur détérioration.

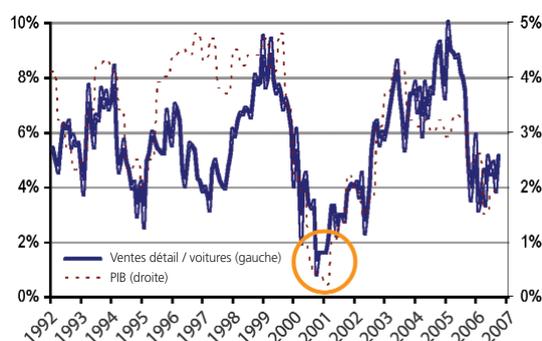
Toute la question revient donc à évaluer l'impact de la crise du marché immobilier sur la consommation des ménages. On sait que les crédits hypothécaires à haut risque (les fameux « subprime ») représentent 20 à 25% du marché du crédit hypothécaire américain. On sait également que seuls 25% de ces crédits sont à taux révisables. Enfin, on peut raisonnablement supposer que tous les crédits hypothécaires à haut risque et à taux variables ne vont pas faire défaut. Néanmoins, même si seule une frange réduite

des propriétaires américains éprouvent des difficultés de paiement, les ménages dans leur ensemble ne profiteront plus, pendant un certain temps, de l'effet de richesse lié à la hausse des prix de l'immobilier résidentiel. Il est très difficile d'estimer l'impact d'un tel phénomène sur la consommation des ménages. A ce propos, comme nous l'avons déjà mentionné dans nos précédentes éditions, nous surveillons de près l'évolution des ventes au détail (hors ventes de voitures). Tant que celles-ci continuent à croître à un rythme supérieur à 2% en termes réels, la récession devrait être évitée aux Etats-Unis. Or la dernière statistique en matière de ventes au détail (hors voitures) était plutôt encourageante puisqu'elle affichait une progression de 5,1% en un an au 30 septembre 2007 (voir graphique).

Deux autres facteurs nous confortent dans ce scénario modérément optimiste. D'une part, la faiblesse du dollar soutient indéniablement les exportations américaines. D'autre part, la Réserve fédérale (Fed) semble bien disposée à ajuster, amplement si nécessaire, sa politique monétaire pour relancer l'économie américaine. Il convient toutefois de relativiser ce dernier élément. En effet, l'impact sur l'économie réelle d'un ajustement des taux d'intérêt par la Fed prend plusieurs mois pour se matérialiser. En outre, la faiblesse du dollar, en rendant les biens étrangers importés plus chers, est inflationniste aux Etats-Unis. Certes, la Fed présente une plus grande tolérance à l'inflation que notre très prudente BCE. Il n'en reste pas moins vrai qu'elle ne peut pas tolérer une accélération durable de la hausse des prix.

En fait, la baisse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis a surtout, à courte échéance, un impact sur le marché du crédit interbancaire américain, sur le niveau des mensualités des crédits hypothécaires à taux révisable et sur la bourse (les multiples boursiers, e.g. le ratio cours/bénéfice, s'étendent en cas de baisse des taux courts).

**Evolution comparée, en variations annuelles, des ventes au détail (hors voitures, échelle de gauche) et du PIB (échelle de droite) aux Etats-Unis**



**Une croissance des ventes au détail inférieure à 2% représente une menace sérieuse pour la croissance économique américaine, comme on a pu le constater en 2001.**

# Marchés boursiers

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

## ■ DJ Euro Stoxx 50

La meilleure performance du mois est à attribuer à Telefonica (+16,4%), qui profite de l'autorisation des autorités brésiliennes d'entrer dans le capital de Telecom Italia. L'obtention d'un nouveau contrat dans le secteur du biocarburant ainsi que la recommandation à l'achat par Merrill Lynch ont permis à l'action Repsol de grimper de 7,2%. La contre-performance la plus importante revient à Alcatel-Lucent (-9,6%) qui a fait part d'un troisième « profit warning » cette année.



## ■ FTSE 100

Les diverses rumeurs d'OPA sur Scottish & Newcastle ont fait grimper le titre de 24,2%. British Airways et Intercontinental affichent également de bons résultats avec respectivement +15,7% et +15,1%. Le secteur immobilier continue de souffrir : -6,5% pour Land Securities et -11,6% pour British Land Company.



## ■ S&P 500

L'annonce de résultats supérieurs aux attentes des analystes a contribué à la forte hausse de l'action Apple (+20,4%). Le titre Google a, lui, gagné 18,9% ce mois-ci suite aux rumeurs de rapprochement avec le site internet Facebook. La crise du « subprime » continue d'affecter le secteur financier américain, comme en attestent les mauvais résultats de E\*Trade Financial Corp (-18,0%) et de Countrywide Financial Corp (-8,9%).



## ■ Nikkei 225

La révision des prévisions bénéficiaires du premier semestre a propulsé Clarion à la hausse. Le cours a gagné 41,6%. Yahoo Japan continue sur sa lancée et affiche à nouveau une belle progression de 15,6%. Casio pour sa part enregistre sa plus forte baisse depuis 1975 (-32,8%) suite à la publication de mauvais résultats.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Enquête directeurs d'achat (ISM-manufacture)	51,5	52,0	1/11
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	4,00%	4,00%	8/11
JAP	Evolution du P.I.B.	1,90%	-1,20%	13/11
USA	Vente au détail (hors voitures)	0,30%	0,40%	14/11
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,40%	15/11
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation	0,20%	0,20%	15/11
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,1	22/11
EMU	Evolution de la masse monétaire	-	11,30%	28/11
EMU	Enquête IFO (Allemagne)	-	98,6	24-28/11
EMU	Evolution du P.I.B.	-	2,50%	30/11
JAP	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,30%	30/11

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)

**0,6948** -0,87%<sup>(1)</sup>   
-8,29%<sup>(2)</sup> 

## GBP/EUR (G-B)

**1,4258** -0,63%<sup>(1)</sup>   
-3,93%<sup>(2)</sup> 

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

**0,6083** -0,37%<sup>(1)</sup>   
-4,41%<sup>(2)</sup> 

## NOK/EUR (Norvège)

**0,1294** -0,54%<sup>(1)</sup>   
+6,50%<sup>(2)</sup> 

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

**0,1341** +0,00%<sup>(1)</sup>   
+0,00%<sup>(2)</sup> 

## CHF/EUR (Suisse)

**0,5968** -0,90%<sup>(1)</sup>   
-3,99%<sup>(2)</sup> 

## AUD/EUR (Australie)

**0,6381** +2,54%<sup>(1)</sup>   
+6,81%<sup>(2)</sup> 

## CAD/EUR (Canada)

**0,7221** +2,28%<sup>(1)</sup>   
+11,14%<sup>(2)</sup> 

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,7200** +2,48%<sup>(1)</sup>   
+2,20%<sup>(2)</sup> 

## PLN/EUR (Pologne)

**0,2768** +4,34%<sup>(1)</sup>   
+6,07%<sup>(2)</sup> 

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

**0,3984** -0,05%<sup>(1)</sup>   
+0,08%<sup>(2)</sup> 

## SEK/EUR (Suède)

**0,1089** +0,00%<sup>(1)</sup>   
-1,59%<sup>(2)</sup> 

- (1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2006  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25 %  
par rapport à l'Euro

## USD/EUR

Le billet vert continue de perdre du terrain face à l'euro suite à la diminution du différentiel de taux d'intérêt à court terme entre ces deux devises. Le mouvement devrait se poursuivre, malgré d'éventuels rebonds techniques temporaires, tant que la Fed promet de baisser ses taux et que la BCE promet de maintenir les siens.

## GBP/EUR

Les récentes déclarations du gouverneur de la Banque d'Angleterre précisant que celle-ci n'avait aucune intention de réduire ses taux et rappelant que son principal objectif était de lutter contre l'inflation ont maintenu le cours de la Livre Sterling relativement stable durant le mois écoulé.

## CHF/EUR

Le franc suisse est tombé à son niveau le plus bas face à l'euro. Le détonateur de cette glissade est une déclaration du président de la Banque centrale suisse indiquant que celle-ci n'avait pas l'intention d'augmenter ses taux prochainement.

## NOK/EUR

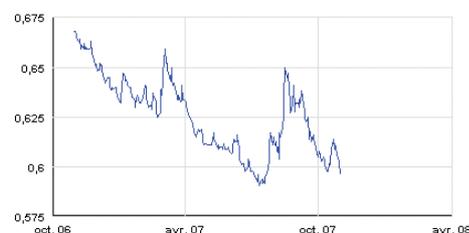
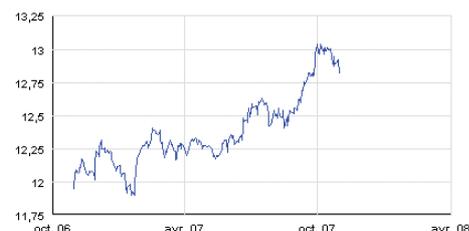
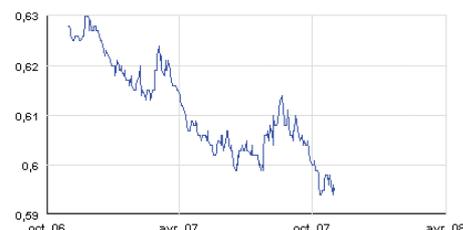
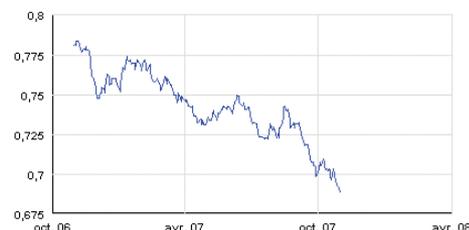
Après avoir atteint un nouveau sommet durant le mois écoulé, la couronne a commencé à se replier après que les prévisionnistes aient commencé à douter d'une poursuite de la hausse des taux par la Banque centrale norvégienne.

## JPY/EUR

Tout comme le franc suisse, le yen est également en passe d'atteindre un record de faiblesse face à l'euro. Ici aussi, l'engouement des « carry traders » pour cette devise ainsi qu'un différentiel de taux d'intérêt défavorable par rapport aux principales devises expliquent cette dépréciation.

## AUD/EUR

Les dernières statistiques en matière d'inflation étaient supérieures aux prévisions des économistes. Elles ont donc provoqué une pression à la hausse sur les taux d'intérêt, ce qui a logiquement entraîné une appréciation de la devise.



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

C'est sans surprise que la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu son principal taux directeur à 4% lors de sa dernière réunion mensuelle le 4 octobre dernier. Le marché s'attend d'ailleurs à ce que ce taux reste inchangé pendant encore plusieurs mois. Certaines estimations prédisent même un statu quo jusque fin 2008 !

Cette situation résulte de la combinaison de deux tendances opposées. D'une part, la masse monétaire croît à un rythme largement supérieur au seuil de confort de la BCE. Selon celle-ci, une telle croissance finira par engendrer une accélération de l'inflation. D'autre part, un relèvement supplémentaire des taux courts par la BCE provoquerait une envolée du cours de l'euro face aux autres devises, ce qui pourrait être fort préjudiciable pour l'économie européenne qui souffre déjà de la vigueur actuelle de sa devise.

Outre Atlantique, tout le monde s'attend à ce que la Réserve fédérale américaine (Fed) baisse son principal taux directeur lors de sa prochaine réunion le 31 octobre. L'ampleur du mouvement ne fait cependant pas l'unanimité au sein des prévisionnistes, ceux-ci hésitant entre un quart de point et un demi point de pourcentage.

Du côté des rendements obligataires, les

taux à 5 et 10 ans se sont quelque peu tassés en euro, perdant 8 à 12 points de base (1 point de base = 1/100 point de pourcentage) pour terminer le mois à 4,07% et 4,20% respectivement. La courbe des taux s'aplatit donc encore quelque peu (i.e. les placements obligataires offrent grosso modo le même rendement quelle que soit leur échéance). Les marchés ne semblent donc pas avoir de préférence entre le court, le moyen ou le long terme.

Aux Etats-Unis, la baisse des rendements obligataires a été légèrement plus marquée, puisque les taux à 5 et 10 ans y ont perdu 18 points de base pour s'élever dorénavant à respectivement 4,06% et 4,40%. Contrairement à l'Europe, la pente de la courbe des taux se raidit aux Etats-Unis sur les échéances les plus courtes, signe des anticipations du marché d'autres baisses des taux par la Fed.

N'hésitez pas à consulter notre liste d'euro-obligations remise à jour en temps réel sur notre site internet [www.lelux.be](http://www.lelux.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)

**3,863%** +8,30 <sup>(1)</sup>   
+29,00 <sup>(2)</sup> 

## EUR (10 Ans)

**4,173%** -15,60 <sup>(1)</sup>   
+22,50 <sup>(2)</sup> 

## USD (3 Mois)

**3,941%** +14,50 <sup>(1)</sup>   
-106,50 <sup>(2)</sup> 

## USD (10 Ans)

**4,401%** -18,60 <sup>(1)</sup>   
-30,10 <sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2006 en points de base

## Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
AUD	Dexia Funding	6,875%	07/11/2011	100,70	6,67%	AA	7/11
USD	Dexia Funding	4,750%	29/11/2013	101,24	4,51%	AA	29/11

## Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Total Capital	3,875%	06/09/2011	99,45	4,03%	Aa1
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	94,90	4,29%	Aa3
EUR	Citigroup Inc	3,950%	10/10/2013	97,51	4,43%	Aa1
EUR	E.I.B.	3,125%	15/10/2015	93,23	4,14%	Aaa
USD	Bank of America	4,250%	01/10/2010	101,19	3,82%	Aa1
NZD	G.E.C.C.	6,500%	28/09/2015	91,46	7,97%	Aaa
TRY	E.I.B.	14,250%	09/10/2012	101,38	13,84%	Aaa

# Analyses de valeurs

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

## ■ Nyrstar (NYR - Euronext Bruxelles)

Kris Temmerman  
Analyste financier

### ■ Profil

Nyrstar est le plus grand producteur mondial de zinc. Le groupe résulte de la fusion entre la division zinc du Belge Umicore et les divisions zinc et plomb de la société australienne Zinifex.

La contribution de Zinifex représente la plus grande partie du groupe Nyrstar, à savoir 66% du chiffre d'affaires pro forma de 2006 (3,2 milliards EUR).

Nyrstar possède une part de 10,1% du marché global du zinc (1 million de tonnes) et de 3,1% (200.000 tonnes) du marché du plomb. Le groupe est présent sur 4 continents et compte plus de 4.000 collaborateurs.

Le chiffre d'affaires pro forma de 2006 se répartissait comme suit :

■ Europe :	54%
■ Australie :	34%
■ Etats-Unis :	9%
■ Asie :	3%

### ■ Résultats et perspectives

L'introduction en bourse de Nyrstar s'est faite par cession d'actions existantes et non par augmentation de capital. La société n'a donc pas levé de capitaux frais. Les actionnaires cédants, Umicore en Zinifex, ont comme objectif, à terme, de placer ainsi 100% du capital. Après la spin-off de Cumerio en 2005, cette opération représente pour Umicore l'aboutissement de sa stratégie de réorientation vers des activités moins cycliques. Sa division zinc fut pendant des années sa bête noire, à une époque où les prix du raffinage et du zinc étaient relativement bas.

Nyrstar est arrivée en bourse alors que ses résultats financiers sont à leur sommet. L'exercice comptable 2006 sera probablement le meilleur de tous, car selon l'expert industriel Brook Hunt, il faut s'attendre, à partir de 2008, à une baisse progressive des paramètres les plus importants (prix du raffinage et prix du zinc).

La direction de Nyrstar est réellement plus optimiste et s'attend en 2008 à une légère hausse des prix du raffinage du zinc, prix qui contribue à 57% de la marge bénéficiaire brute de la division zinc.

En 2006, les cash-flows opérationnels de Nyrstar ont généré une marge brute de 15,7%. Durant le premier semestre 2007, celle-ci a augmenté jusqu'à 17,1%. Sans savoir si l'activité de Nyrstar subit un effet saisonnier, il est impossible de prédire si cette rentabilité sera reproduite au second semestre.

### ■ Analyse fondamentale

Cours :	17,75 EUR
Valeur comptable :	14,40 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,2
Ratio Dettes/Fonds propres :	24%
Prochains résultats :	18 mars

### ■ Notre opinion

Nyrstar ne peut pas être considérée comme une société en pleine croissance, contrairement à Cumerio qui fut séparée d'Umicore en 2005, en pleine phase de croissance du secteur du raffinage du cuivre.

Par contre, la valorisation de Nyrstar, sur la base du cash-flow pro forma de 2006, se situe 45% en deçà de celle de ses concurrents cotés en bourse, Noranda (producteur de zinc) et Norddeutsche Affinerie (la plus grande fonderie de cuivre européenne). Nyrstar doit cette valorisation relativement basse au fait qu'elle se trouvait au sommet de son cycle sectoriel. La marge bénéficiaire de l'activité zinc devrait baisser dans les années à venir, d'autant plus que le prix du zinc devrait diminuer (l'excès de demande de zinc devrait disparaître à partir de 2008). Sur la base des données de Nyrstar, une baisse de 3% du prix moyen du zinc devrait entraîner une diminution de 5% du cash-flow opérationnel brut par rapport aux résultats de 2006. L'expert industriel Brook Hunt prévoit, lui, en 2008, une diminution de 11% du prix moyen du zinc par rapport à 2006.

Nous n'achèterions Nyrstar qu'en dessous du minimum de la fourchette de prix proposée lors de son introduction en bourse (€ 8) et uniquement en raison de sa sous-évaluation par rapport à ses pairs sectoriels. La revalorisation de l'action devrait se produire dans le courant de 2008. L'action ne peut certainement pas être considérée comme une action de bon père de famille et est donc destinée aux portefeuilles qui ne craignent pas le risque.

## Profil

Schneider est le plus gros producteur mondial de disjoncteurs basse et moyenne tensions et compte parmi le top-3 des producteurs de systèmes de contrôle pour l'industrie. Le groupe compte 112.000 collaborateurs à travers le monde.

Le chiffre d'affaires pour le troisième trimestre de 2007 (4,5 milliards €) se répartit de la manière suivante :

■ Europe :	43%
■ Amérique du Nord :	29%
■ Asie :	20%
■ Reste :	8%

## Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires du troisième trimestre était meilleur que prévu. Contrairement à ce qu'on aurait pu craindre, Schneider n'a donc pas subi l'affaiblissement du marché immobilier américain. Sur une base organique, le chiffre d'affaires du groupe a augmenté au troisième trimestre de 13,8% à 4,5 milliards EUR. Les plus fortes progressions sont à noter en Asie et dans le reste du monde avec des croissances de respectivement 14,7% et 22,6%. L'Europe et l'Amérique du Nord ferment la marche avec des progressions de respectivement 12,2% et 13,1%. En comparaison avec les chiffres du milieu de l'année, la croissance s'est légèrement ralentie dans tous les marchés, sauf en Amérique du Nord où celle-ci s'est accélérée.

Le groupe a dépassé pour la deuxième fois ses prévisions pour 2007. Schneider compte à présent sur une croissance du chiffre d'affaires organique de 13%, à comparer aux 10% prévus antérieurement et 8% prévus initialement. Ces chiffres impliquent que la croissance du chiffre d'affaires devrait s'affaiblir quelque peu au quatrième trimestre, puisque celui-ci a progressé de 13,9% durant les 9 derniers mois. La direction mise en outre sur une marge opérationnelle brute de 14,5% cette année et de 15% en 2008. En 2006, celle-ci avait atteint un niveau record à 14,6%.

Après la reprise de la société américaine APC, l'exposition de Schneider sur les marchés finaux est la suivante :

■ Industrie :	29%
■ Construction :	28%
■ Energie & infrastructures :	18%
■ Bases de données & réseaux :	13%
■ Résidentiel :	12%

Le marché résidentiel représente seulement 12% de son chiffre en Amérique du Nord, ce qui correspond à 3,5% du chiffre d'affaires total du groupe.

Etant donné que 57% du chiffre d'affaires du groupe s'effectuent hors Europe, l'impact négatif de la vigueur de l'euro n'est pas négligeable : celui-ci fut de -3,2% au cours des 9 premiers mois de 2007.

Les prévisions bénéficiaires pour 2007 et 2008 ont augmenté au cours de ces 4 dernières semaines de respectivement de 1,6% en 1,7%.

## Analyse fondamentale

Cours :	98,46 EUR
Valeur comptable :	39,10 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	2,5
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	14,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2008) :	12,9
Rendement brut du dividende :	3,0%
Ratio Dettes/Fonds propres :	49%
Prochains résultats :	22 janvier

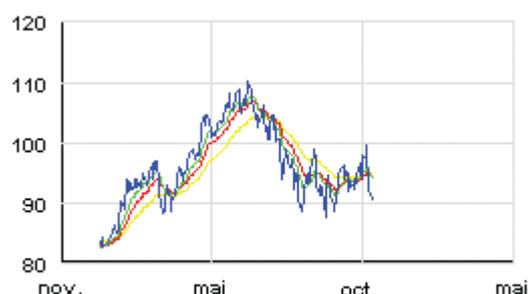
## Analyse technique

L'indicateur MACD de court terme a généré un signal d'achat le 8 octobre. Parallèlement, l'indicateur RSI se trouve en zone neutre. L'analyse technique est positive à court terme.

## Notre opinion

Les affaires de Schneider semblent se maintenir et les critiques du temps de la reprise de APC ne semblent plus justifiées. En même temps, nous devons conclure des chiffres trimestriels que la croissance organique du groupe se tasse légèrement, mais celle-ci se situe toujours à un niveau intéressant.

Schneider a récemment été évoquée comme cible potentielle d'une reprise par ABB, laquelle annonce déjà depuis longtemps vouloir faire une reprise et en avoir les moyens financiers. Débarrassée de ces rumeurs de reprise, Schneider nous semble digne d'achat pour le moyen terme compte tenu de sa croissance régulière et de sa valorisation raisonnable pour son secteur. On peut envisager un achat jusqu'à un prix de 100 EUR.



## Profil

Cofinimmo est la plus grande société d'investissement immobilière à capital fixe (SICAFI) belge avec un portefeuille de 2,4 milliards EUR pour une superficie totale de 1,1 millions m<sup>2</sup>.

Fin juin 2007, le portefeuille se répartissait de la manière suivante :

■ Bureaux :	78%
■ Cafés (InBev) :	15%
■ Maisons de repos :	7%

## Résultats et perspectives

Cofinimmo a présenté de beaux résultats pour les 9 premiers mois de 2007. Le chiffre d'affaires a augmenté de 3,5% pour atteindre 111,4 millions EUR. Le bénéfice opérationnel brut a crû de 5,4% à 93,8 millions EUR. Suite à la hausse des coûts financiers, le bénéfice courant net a quant à lui baissé de 5,3% à 58,8 millions EUR.

Cofinimmo a profité d'un climat immobilier favorable pour vendre quelques immeubles et ainsi dégager une plus-value de 36,8 millions EUR. La valeur du portefeuille de biens immobiliers a augmenté de 1,63% durant les 9 premiers mois de l'année, à périmètre constant. La valeur intrinsèque nette par action a, elle, progressé de 12,1% à 120,45 EUR (compte tenu de la dilution supplémentaire en 2009 due à la conversion des actions préférentielles).

2007 sera, pour Cofinimmo, une année importante, durant laquelle la sicafi aura lentement mais sûrement entamé un changement de profil.

En cause ? La vigueur du marché immobilier. Celle-ci est à la fois une bonne et une mauvaise chose pour Cofinimmo : la hausse des prix des biens immobiliers accroît la valeur de son portefeuille existant mais limite le rendement de ses acquisitions futures. A Bruxelles, le rendement locatif pour un immeuble de bureaux est d'à peine 5,5%, comparé aux charges d'intérêt actuelles moyennes pour Cofinimmo de 4,4% et d'une charge marginale d'intérêt d'environ 5,1%. La marge est donc réduite. En réaction, la sicafi a commencé, cette année, à diversifier son portefeuille en s'orientant vers des actifs moins corrélés aux immeubles de bureaux bénéficiant de rendements plus élevés et de périodes de location plus longues. Ainsi les maisons de repos et les cafés acquis cette année génèrent un rendement initial de 6,3% et augmentent la durée de location moyenne du portefeuille de Cofinimmo de 21% à 11 années. Les prévisions bénéficiaires moyennes pour 2007 et 2008 ont bougé ces 4 dernières semaines de respectivement -0,3% et 2,8%.

## Analyse fondamentale

Cours :	124,00 EUR
Valeur intrinsèque nette :	120,45 EUR
Prime :	2,9%
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2007) :	15,1
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2008) :	14,4
Rendement brut du dividende :	6,3%
Ratio Dettes/Fonds propres :	92%
Prochains résultats :	14 février

## Analyse technique

L'indicateur MACD de court terme semble sur le point de générer un signal de vente après avoir généré, le 25 octobre, un signal d'achat suivi de peu d'effets. L'indicateur RSI se situe en zone neutre.

## Notre opinion

Bien qu'encore fort axé sur les immeubles de bureaux, le profil de risques de la sicafi s'est nettement amélioré suite à la récente diversification. Le poids des immeubles de bureaux est ainsi passé de 92% à 78%. Nous pensons que Cofinimmo va continuer à élargir la part des maisons de repos dans son portefeuille, vu les opportunités de croissance et les belles perspectives à long terme. Une transaction telle qu'InBev ne nous semble pas reproductible en Belgique vu le manque d'autres acteurs dominants dans ce segment.

Cofinimmo a annoncé s'attendre à verser un dividende brut en hausse à 7,75 EUR par action au titre de l'exercice 2007.

Au cours actuel, la sicafi se traite avec une prime de 2,9%, au-dessus de sa valeur intrinsèque nette de 120,45 EUR par action (à fin septembre 2007). Il y a de fortes chances pour que la valeur intrinsèque à fin 2007 soit proche du cours de bourse actuel. A 6,3%, le rendement brut du dividende est également attrayant. Cofinimmo nous semble donc un placement intéressant pour le long terme. Conseillée à l'achat jusqu'à 126 EUR.



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

## ■ Une histoire à succès fascinante

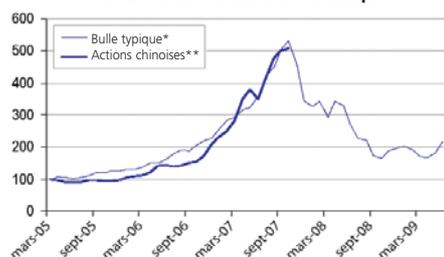
D'un point de vue économique notamment, la Chine fascine tant par sa croissance impressionnante que par ses contradictions étonnantes. Peuplée de plus d'un milliard d'âmes, elle génère, il y a quelques années à peine, un P.I.B. inférieur à celui de la France. Depuis plus d'une dizaine d'années, elle profite d'une croissance économique annuelle souvent à deux chiffres et jamais inférieure à 6%, alors que dans le même temps il ne s'est pas trouvé une année où les prix à la consommation (hors alimentation) progressaient de plus de 3%. Les profits des entreprises ont connu un boom similaire alors que le pays est toujours dirigé par le parti communiste chinois. A ce rythme, on pourra bientôt décompter les années qui nous séparent du moment où la Chine supplantera la puissance économique américaine sur la scène internationale.

Une aubaine pour nous investisseurs ? Pas sûr. Ne perdons pas de vue qu'aussi belles puissent être les promesses, celles-ci ne peuvent pas justifier n'importe quel prix.

## ■ Une bulle en formation...

Tout d'abord, rappelons-nous que la Chine était, il n'y a pas si longtemps de cela, encore un pays communiste où la propriété privée était inconnue. En particulier, les sociétés ne se finançaient pas auprès du public (dans sa notion anglo-saxonne : la population), encore moins en bourse (inexistante à l'époque). Aujourd'hui, la part du capital des sociétés chinoises qui est accessible aux investisseurs privés reste très mince (la capitalisation boursière des actions chinoises accessibles au public étranger est inférieure à 2% de la capitalisation boursière mondiale). Or beaucoup d'investisseurs étrangers veulent obtenir une part du gâteau du boom chinois. Vraiment beaucoup. Et, dans une économie de marché, au contraire d'une économie planifiée, quand la demande excède l'offre, les prix montent, mécaniquement.

Evolution comparée du cours des actions chinoises et d'une bulle financière classique



\* Composition des indices Red Chips (sociétés chinoises cotées à Hong Kong, base 31.01.1995 = 100 → 30.04.1999), Nasdaq Computer (base 31.08.1997 = 100 → 30.11.2001) et Tadawul (Arabie Saoudite, base 31.07.2003 = 100 → 31.10.2007).

\*\* Composition des actions A (domestiques) des bourses de Shanghai et de Shenzhen, base 31.03.2005 = 100.

Les Chinois eux-mêmes ne sont pas en reste. L'épargne chinoise est importante et une part grandissante de celle-ci va se loger en bourse où deux années ininterrompues d'une hausse vertigineuse attirent de nouveaux capitaux, qui alimentent à leur tour la hausse boursière dans une démarche auto-réalisatrice.

Aujourd'hui, les actions chinoises de type A (i.e. accessibles aux épargnants chinois et aux investisseurs qualifiés) s'échangent à plus de 60 fois les bénéfices réalisés. A titre de comparaison, les actions européennes se traitent à 13 fois les bénéfices réalisés. Bien sûr la croissance bénéficiaire attendue en Chine est largement supérieure à celle prévue en Europe. Mais pas indéfiniment. Rappelons-nous qu'au sommet de l'euphorie des TMT, des analystes très sérieux prévoient une croissance bénéficiaire telle pour Yahoo que la capitalisation boursière de celle-ci aurait dépassé le P.I.B. des Etats-Unis en moins de vingt ans, si leurs prévisions s'étaient matérialisées.

Evolution comparée du cours des actions chinoises (échelle de gauche) et de leur ratio cours / bénéfice moyen (échelle de droite)



\* Composition des actions A (domestiques) des bourses de Shanghai et de Shenzhen, base 31.03.2005 = 100.

\*\* Source : Bloomberg.

## ■ ... jusqu'à quand ?

Historiquement, deux conditions doivent être remplies pour qu'un bulle éclate : une surévaluation et une hausse des taux d'intérêt à court terme ("l'argent devient plus cher"). Les actions chinoises sont certainement surévaluées, mais le Nasdaq était bien plus cher quand sa bulle a éclaté en mars 2000. La surévaluation seule ne provoque pas l'éclatement de la bulle, mais elle conditionne l'ampleur de sa correction. En clair, celle-ci est d'autant plus douloureuse que la surévaluation qui l'a précédée était grande. Quid des taux d'intérêt ? La Banque de Chine a bien commencé à relever ses taux d'intérêt, mais ceux-ci restent bas (le taux réel est même négatif) et les liquidités abondent. Quant aux banques centrales étrangères, la tendance est plutôt au relâchement (la Fed baisse ses taux, la BCE interrompt la hausse des siens, etc.). La hausse des bourses chinoises n'est donc sans doute pas finie. Mais qui veut encore s'y risquer doit le faire en connaissance de cause (et ne pas oublier d'introduire un 'stop-loss' dans son ordre d'achat). A bon entendeur...

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

Sélection-modèle d'actions individuelles

**Energie**

ENI  
OMV

**Matériaux**

ArcelorMittal  
DSM  
Italcementi

**Industrie**

Pirelli & C.  
Schneider Electric

**Consommation durable**

PPR  
Renault  
Thomson  
Vivendi

**Consommation courante**

Casino  
Henkel

**Santé**

Sanofi Aventis

**Banques**

Banco Santander  
BNP Paribas  
Commerzbank  
Crédit Agricole  
Deutsche Bank  
Dexia  
**Natixis**

**Assurance**

Aegon  
Allianz  
Munich Re

**Technologies de l'information**

Cap Gemini  
STMicroelectronics

**Télécommunication**

Deutsche Telekom  
France Telecom

**Services aux collectivités**

E.On  
Gaz de France  
Iberdrola

Les marchés boursiers se sont montrés quelque peu hésitants durant le mois écoulé. Ils confortent toutefois leur tendance haussière entamée à la mi-août alors que la crise des « subprime » occupait le devant de la scène (voir notre revue mensuelle de septembre). Ils restent d'ailleurs, selon nous, particulièrement attractifs. La croissance bénéficiaire moyenne attendue pour les sociétés européennes cotées pour les douze prochains mois tourne autour de 8% à 9%. Le rendement bénéficiaire de ces mêmes actions dépasse 8%. D'un autre côté, les taux d'intérêt ne présentent pas une alternative alléchante. Le risque d'un placement diversifié en actions nous semble dès lors toujours très bien rémunéré, comme en témoigne la prime de risque de l'indice DOW JONES EURO STOXX 50®, qui est composé des 50 plus grosses sociétés cotées de l'UEM (voir graphique ci-dessous).

Nous avons procédé à deux arbitrages dans les portefeuilles qui nous sont confiés en gestion de fortune depuis notre dernière revue mensuelle.

Le premier concerne le secteur bancaire. Nous avons en portefeuilles une position dans la banque Depfa, spécialisée dans le financement des collectivités en Allemagne. Celle-ci a fait l'objet d'une offre publique d'achat (OPA) de la part du holding Hypo Real Estate. Le paiement s'est fait pour moitié en espèces et pour moitié en titres. Dès lors, nous avons procédé au réinvestissement des liquidités reçues dans Natixis, une banque française issue du rapprochement en 2006 entre

Natixis Banque Populaire et certains actifs apportés par la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne. A 1,05 fois les fonds propres, Natixis est particulièrement sous-évaluée par rapport à ses pairs sectoriels. Les portefeuilles conservent un solde en Hypo Real Estate. Cette position sera vendue prochainement.

Le deuxième arbitrage concerne le secteur de l'énergie pour lequel nous avons déjà été actifs le mois passé. En effet, depuis notre achat complémentaire début octobre, le consensus des analystes a revu à la baisse ses prévisions bénéficiaires pour Repsol. Les raisons de cette révision restent incertaines : réévaluation du plan financier à l'occasion de la prochaine publication de résultats (le 8 novembre), crainte d'une renégociation difficile des conditions d'exploitation des gisements pétrolifères en Equateur ? Toujours est-il que le cours de l'action semble ignorer cette dégradation des prévisions bénéficiaires par le consensus des analystes puisqu'il a bondi de quelque 7,2% en un mois. Même si cette appréciation n'est pas marquante et qu'il est impossible de dire a priori qui du marché ou du consensus des analystes a raison et qui se trompe, il nous a semblé plus prudent d'acter un bénéfice certes maigre, mais sûr plutôt que de risquer une éventuelle déconvenue dans les jours ou les semaines qui viennent. Le produit de la vente a été réinvesti dans une valeur bien connue, puisqu'il s'agit d'ENI que nous avons vendue début octobre. Entre temps, celle-ci s'est replié de quelque 4,4%. Les deux allers-retours successifs (ENI → Repsol, Repsol → ENI) dégagent donc un différentiel de performance brute positif de 11,7%.

Ecart entre le rendement bénéficiaire du DOW JONES EURO STOXX 50® et le taux d'intérêt réel à 10 ans en euro



# Un métier sous la loupe

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

Pour cette première édition de notre nouvelle rubrique, nous vous présentons une fonction essentielle au bon fonctionnement de toute société de bourse, métier pourtant fort méconnu du grand public. Ce métier, longtemps connu sous le qualificatif de liquidation, comprend depuis les réorganisations des activités boursières liées à la création d'Euronext, deux activités principales : la compensation et le règlement-livraison. Cette fonction est assurée depuis 1988 chez Leleux Associated Brokers par Madame Françoise Morel.

## Pourriez-vous nous expliquer en quoi consiste la compensation et le règlement-livraison des opérations ?

Permettez-moi tout d'abord de situer ces deux activités dans la vie d'un ordre de bourse. De nombreux investisseurs pensent en effet qu'une fois qu'un ordre de bourse est exécuté sur le marché, le bordereau est établi par la société de bourse, le dossier titres et le compte espèces de l'acheteur et du vendeur sont mouvementés et que plus rien ne se produit par la suite. En fait, c'est à ce moment-là que mon travail débute. Car si, pour le client, les mouvements titres et espèces en compte et en dossier clôturent l'opération, la société de bourse doit encore recevoir les titres auprès de ses dépositaires et les payer à sa contrepartie sur le marché dans le cas d'un achat ou d'une souscription, ou le contraire dans le cas d'une vente. C'est pour cela que la compensation et le règlement-livraison sont appelées des activités post-marchés. Elles ont lieu après la transaction en bourse.

## Quelle est la différence entre la compensation et le règlement-livraison ?

Il s'agit de deux activités tout à fait différentes. Commençons par la compensation. Afin de faciliter les différents paiements entre les membres d'un marché



**Françoise Morel**  
Responsable de la  
Compensation et du  
Règlement-Livraison  
des opérations

boursier, certains opérateurs, tels que Euronext, ont constitué ce qu'on appelle des chambres de compensation (par exemple LCH.Clearnet pour Euronext). Ces chambres de compensation s'interposent entre les membres de la bourse. Ainsi, lorsque Leleux Associated Brokers reçoit un ordre d'achat d'un de ses clients et le transmet à Euronext, si l'ordre vient à être exécuté car un investisseur client d'une autre institution vend ses titres, c'est à LCH.Clearnet que la Maison Leleux devra payer le montant de la transaction et c'est LCH.Clearnet qui transférera les titres achetés auprès du dépositaire de Leleux Associated Brokers. Idem pour l'intermédiaire financier du vendeur. A la fin d'une journée de bourse, LCH.Clearnet fait alors la compensation, c'est-à-dire l'addition de toutes les opérations d'achat et de vente que notre Maison a réalisées durant la journée pour chaque valeur cotée. Ainsi, si un de nos clients a acheté 50 Total à 50 EUR et un autre de nos clients a vendu 20 Total à 60 EUR, LCH.Clearnet compensera les deux opérations : nous recevrons 30 Total auprès de notre dépositaire (50 achetées moins 20 vendues) et nous devons payer un montant de 1.300 EUR (soit 2.500 EUR moins 1.200 EUR). C'est cette addition qui consiste en l'opération de compensation et qui permet de diminuer considérablement le nombre de règlements-livraisons à effectuer.

## Mais alors, en quoi consiste exactement le règlement-livraison ?

C'est très simple. Une fois les opérations compensées, le jour de la liquidation (en général 3 jours après l'exécution de l'ordre), j'instruis nos dépositaires (sur Euronext, nous travaillons avec Euroclear Bank) afin de recevoir un certain nombre de titres contre le paiement d'une certaine somme dans le cas d'un achat et le contraire dans le cas d'une vente. Ce mouvement simultané de titres et d'espèces s'appelle le règlement-livraison.

## Vous travaillez depuis près de 20 ans à la Maison Leleux. Votre métier a-t-il beaucoup changé ?

Considérablement ! Si en 1988 je me rendais tous les jours sur le parquet de la Bourse de Bruxelles où je rencontrais nos contreparties, aujourd'hui j'effectue mon travail depuis le bureau où je suis en contact avec des contreparties internationales, que ce soit dans les différents pays européens, aux Etats-Unis ou au Canada.

**■ Jeudi 8 novembre 2007 :**  
**Présentation de Leleux Associated Brokers**

Langue : Français  
 Lieu : Namur  
 Heure : 19h  
 Inscriptions : Agence de Namur :  
 - M Frédéric Baivy – 081/71.91.01  
 - Mme Catherine Tricoté – 081/71.71.02  
 - M Christian Gilson – 081/71.91.03

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN – BERCHEM</b>	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>ANZEGEM</b>	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
<b>GENT</b>	– KOUTER Kouter, 13	Tél: +32 9 269 93 00
	– ZUID Zuidstationstraat, 26	Tél: +32 9 269 96 00
<b>HASSELT</b>	– KERMT Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
<b>JUMET</b>	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 91 90 70
<b>KNOKKE</b>	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b>	– SINT-AMAND St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
	– DAMKAAI Damkaai, 4	Tél: +32 56 37 90 80
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b>	– 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 45 05 60
<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 56 06 70
<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>	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
<b>VERVIERS</b>	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

**Internet:** <http://www.leleux.be>  
**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

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

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

Responsable de la rédaction:  
**Olivier Leleux**  
 Date de rédaction:  
**26 octobre 2007**