

Edito

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Cher Client,

Le mois de mai a malheureusement confirmé la tendance boursière du mois d'avril dernier. Loin de stabiliser le marché des actions, les événements des dernières semaines ont engendré une volatilité persistante des marchés boursiers. Ainsi, l'incertitude de l'ampleur de la reprise économique, les nouvelles menaces d'attentats aux Etats-Unis, la tension ravivée entre l'Inde et le Pakistan, les séismes engendrés par les élections françaises et néerlandaises et les différents scandales financiers dans des groupes internationaux ont provoqué une inquiétude marquée des investisseurs, se traduisant par des ventes importantes, et une nervosité inhabituelle des marchés. Ce climat d'instabilité se traduit par des reculs de plusieurs pour cent de certains indices en une journée, suivi de mouvements similaires à la hausse quelques jours, voire quelques heures plus tard, le tout dans une tendance plutôt stable que baissière.

Dans le climat actuel, nous vous rappelons l'importance d'une diversification efficace de votre portefeuille, basée sur une répartition de vos avoirs entre actions et obligations, et sur le suivi d'une stratégie de placement adaptée à votre profil de risque et dont la vision se base sur un horizon à moyen terme.

De plus, outre cette diversification de votre portefeuille sur base de la répartition des avoirs entre actions et obligations, nous sommes d'avis qu'il est opportun d'encore accroître la partie obligataire de votre portefeuille, et ce principalement en vous orientant vers des euro-obligations cotées en Euro, en couronnes norvégiennes et en couronnes danoises.

Vous trouverez en avant-dernière page de cette revue notre sélection actuelle. De même, tant dans nos 25 agences que sur notre site Internet

www.leleux.be, vous pourrez retrouver notre sélection d'obligations sur le marché primaire et sur le marché secondaire, sous la forme d'une liste actualisée et aisée à parcourir. Finalement, notre équipe de chargé de clientèle se tient à votre entière disposition pour rechercher avec vous l'obligation correspondant à vos critères de risques, de devises et d'échéance.

Tant sur le marché des actions que sur le marché des euro-obligations, Leleux Associated Brokers a la volonté d'être votre partenaire fidèle dans ces moments difficiles. Aussi, nous tenons à vous rappeler que l'ensemble de vos titres peut être conservé gratuitement dans un dépôt titres au sein de notre Maison. De plus, notre équipe comprend un département Coupons et Opérations sur Titres qui se charge non seulement d'opérer pour votre compte tout paiement de dividendes, mais aussi de vous prévenir des échéances de vos titres et des opérations effectuées sur une position contenue dans votre portefeuille. L'ensemble de ces services est entièrement gratuit. N'hésitez donc pas à en parler à votre chargé de clientèle.

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

Au nom du Conseil
d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

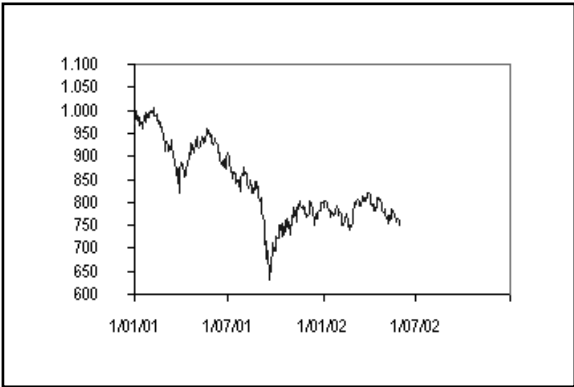
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	31/05/02	31/12/01	Différence au 26/04/02	Différence au 31/12/01	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX 25 (Pays-Bas)	484,55	506,78	(4,85%)	(4,39%)	(30,93%)
BEL 20 (Belgique)	2.727,42	2.782,01	(3,07%)	(1,96%)	(25,92%)
CAC 40 (France)	4.274,64	4.624,58	(4,01%)	(7,57%)	(38,25%)
DAX (Allemagne)	4.818,30	5.160,10	(3,64%)	(6,62%)	(40,26%)
FTSE 100 (G-B)	5.055,10	5.217,40	(2,01%)	(3,11%)	(27,06%)
NASDAQ (EUR)	141,25	223,58	(6,72%)	(36,82%)	(94,44%)
HEX (Finlande)	6.342,19	8.805,01	(7,17%)	(27,97%)	(58,82%)
OMX (Suède)	659,89	846,49	(8,07%)	(22,04%)	(48,56%)
SMI (Suisse)	6.574,80	6.417,80	0,68%	2,45%	(20,11%)
DJ Stoxx 50	3.357,70	3.706,93	(4,09%)	(9,42%)	(35,22%)
DJII (USA)	9.925,25	10.136,99	0,15%	(2,09%)	(15,34%)
NASDAQ (USA)	1.615,62	1.987,17	(2,90%)	(18,70%)	(68,00%)
TS 300 (CAD)	7.629,60	7.675,00	0,00%	(0,59%)	(29,29%)
NIKKEI (Japon)	11.763,70	10.542,62	1,93%	11,58%	(48,10%)
TWSE (Taiwan)	5.675,65	5.551,24	(8,53%)	2,24%	(17,03%)
STI (Singapour)	1.671,84	1.625,98	(3,27%)	2,82%	(19,21%)
MSCI World (J-2)	967,188	1.007,97	(1,06%)	(4,05%)	(33,45%)
TAUX					
Taux EUR 3 mois	3,485%	3,294%	2,74%	5,80%	(32,09%)
Taux USD 3 mois	1,70%	1,680%	0,00%	1,19%	(73,38%)
Taux EUR 10 ans	5,100%	4,934%	0,26%	3,36%	(3,79%)
Taux JPY 10 ans	1,394%	1,368%	(1,76%)	1,90%	(26,90%)
Taux USD 10 ans	5,068%	5,101%	(0,30%)	(0,65%)	(14,23%)
DEVISES					
EURO en USD	0,9346	0,8828	3,98%	5,87%	(21,16%)
EURO en GBP	0,6385	0,6095	3,33%	4,76%	(4,63%)
USD en JPY	124,09	131,26	(3,18%)	(5,46%)	(22,27%)
Or (once en USD)	326,45	276,45	5,32%	18,09%	(0,85%)
\$/baril	22,8	20,31	(13,96%)	12,26%	(38,69%)

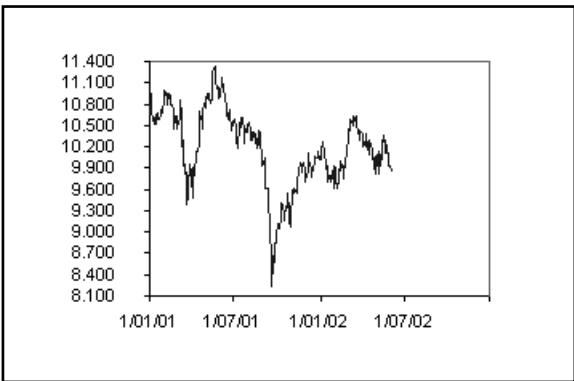
Graphiques

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

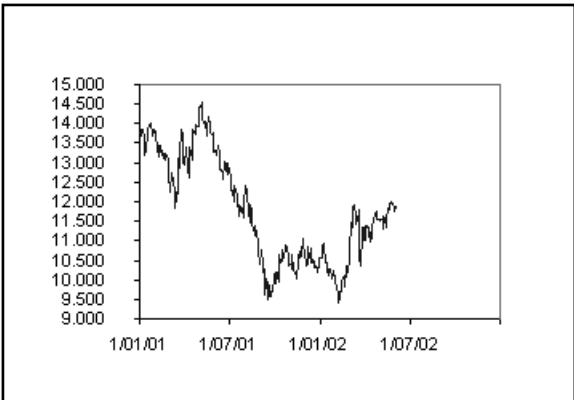
■ Euronext 100



■ Dow Jones Industrial Index



■ Nikkei 225



Devises

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ Indice « dollars »

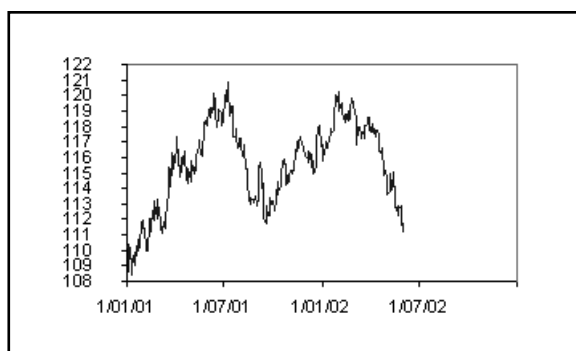
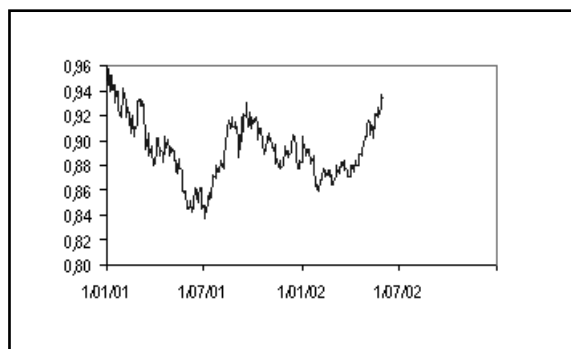
Cet indice "dollars" donne une indication générale de la valeur internationale du dollar américain. Il représente une valeur moyenne des taux de change entre le dollar et six devises importantes. Il utilise les taux de change fournis par quelque 500 banques internationales.

Les six devises considérées sont

Devises	Pondération
Euro	57,60%
Yen Japonais	13,6%
Livre Britannique	11,9%
Dollar Canadien	9,1%
Couronne Suédoise	4,2%
Franc Suisse	3,6%

Il est calculé en continu depuis 1986 et donne une bonne approche de la valeur du dollar sur les marchés internationaux.

Ce qui correspond au graphique de l'euro exprimé en dollar US



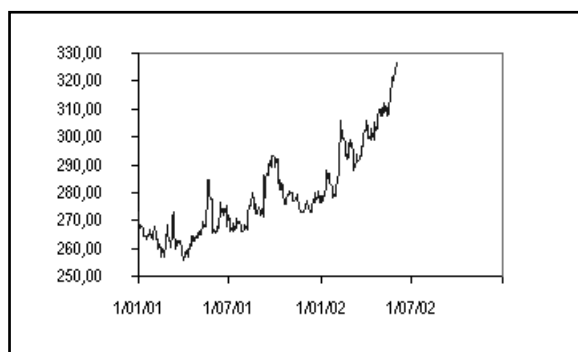
Economies

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

■ LE MÉTAL JAUNE

La diversification de l'épargne japonaise (crainte de la « non-garantie » des dépôts après le 1er avril 2003), le renouveau de la demande d'investissement en général (conséquence des incertitudes : conflit au Moyen-Orient, conflit Pakistan-Inde, risque d'intervention américaine en Irak), la diminution des ventes à terme des producteurs (sans compter les rachats de positions) seront les moteurs du marché de l'or en 2002. Pour les mois à venir le cours de l'or devrait osciller entre \$290 et \$320 l'once.

■ Cours de l'once d'or depuis début 2001



Dans les années d'après-guerre, les accords de Bretton-Woods avaient figé artificiellement le cours de l'or à 35\$ l'once pour empêcher la création arbitraire de papier-monnaie ; 35\$ étaient, quoiqu'il arrive, toujours garantis par once d'or. En l'été 1971, Richard Nixon, pour favoriser la création de « petro-dollars » a brisé cette liaison. Malgré un cycle baissier venant contrarier les événements, l'once d'or a eu la force de se rétablir à un niveau plus raisonnable pour les marchés, ce qui a encore été accentué par l'arrivée du cycle haussier à partir de 1976. Cette remise à niveau a pris alors une allure explosive, et même excessive (amplifiée par la conjonction de plusieurs facteurs politico-économiques désastreux), jusqu'à l'arrivée

d'un nouveau cycle baissier en 1980, qui a corrigé les choses.

En 1995-1998, un nouveau cycle baissier a fait pression sur les cours. Dans un même temps, l'administration Clinton, avec l'aide de grandes banques amies, a manipulé le cours de l'or, pour faire croire que l'inflation était pratiquement inexistante, et aussi que le dollar, avec lequel les Américains financent leurs déficits commerciaux désastreux et le déficit fédéral (twin déficit), était une « super-monnaie ». Cette manipulation est maintenant découverte et nous sommes depuis 2001 au début d'un nouveau cycle haussier. Le prix de l'or devrait, au moins dans un premier temps, corriger les effets de la surpression artificielle créée par l'administration Clinton, comme en 1971, après la surpression due aux accords de Bretton-Wood.

■ EUROPE

■ Allemagne

L'indice de confiance des industriels progresse au mois de mai et revient à son niveau du mois de mars, après un recul au mois d'avril, en raison de craintes sur la reprise aux Etats-Unis. Cet indice reflète la forte sensibilité de l'industrie allemande à la conjoncture internationale, compte tenu sa structure très exportatrice. L'indice IFO progresse à 91.5 au mois de mai après 90.5 au mois d'avril. Il revient à son niveau du mois de mars, qui avait été atteint au terme de 5 hausses consécutives, emmenées par l'explosion des anticipations depuis l'automne 2001. En effet, les anticipations reviennent à leur plus haut depuis le mois de juin 2000, traduisant les anticipations de forte hausse des exportations vers les Etats-Unis et le reste de

l'Europe. L'indice est à 106.1 au mois de mai, son niveau de mars, après 104.7 au mois d'avril. Par contre, l'indice mesurant le sentiment actuel, s'il progresse légèrement au mois de mai (77.6 après 77.0) et atteint son plus haut depuis le mois de novembre 2001, reste à un niveau historiquement bas, traduisant une situation interne toujours très déprimée en Allemagne. Ces chiffres vont parfaitement dans le sens de ceux de la croissance du PIB au 1er trimestre 2002 (+0.2 %), qui ont montré une reprise de l'activité en Allemagne et un retour à la croissance emmené exclusivement par la hausse des exportations, alors que la consommation des ménages et l'investissement continuaient de reculer. La structure de l'économie allemande, très industrielle et tournée vers les exportations, lui permet de renouer avec la croissance, sans redémarrage de son économie propre. Ce redémarrage devrait intervenir au cours de la seconde partie de l'année 2002, avant que l'économie ne revienne sur sa croissance de long terme en 2003. Jusque-là, les exportations devraient continuer d'être le facteur principal de la croissance allemande.

■ JAPON

Au cours des récents mois, l'économie japonaise a donné des signes de frémissement d'activité, alors qu'elle traverse toujours sa 3ème récession en 10 ans. La reprise de l'activité aux États-Unis conjuguée à la baisse du yen a permis à la production industrielle de rebondir et aux entreprises de réduire leurs stocks, ce qui crée un potentiel de hausse de la production pour les mois à venir. De même, le marché de l'immobilier, s'il souffre toujours des séquelles de la bulle des années 1980, montre des signes de reprise d'activité. Ces indices, loin d'être suffisants pour permettre d'anticiper une sortie de récession, constituent toutefois des facteurs positifs qui pourraient indiquer que l'économie japonaise a touché le fond de sa récession et est maintenant dans une phase de reprise. Le léger « boom » d'activité apporté par la tenue de la Coupe du Monde au cours du mois à venir devrait participer à ce redressement lent de la 2ème économie mondiale.

L'économie japonaise traverse aujourd'hui sa 3ème récession en moins de 10 ans, subissant toujours les conséquences de la bulle des années 1980 et de l'absence de réformes profondes entreprises depuis lors pour assainir la situation du système bancaire. Elle semble prise dans le cercle vicieux de la déflation, qui provoque une contraction des prix et de la production, soit une régression en termes réels de l'économie. Le PIB en valeur, en raison de la contraction des prix et de l'activité, est aujourd'hui revenu à son niveau de 1995 et le PIB en volume (hors effet prix) au niveau de 1999. L'indice des prix est à son plus bas depuis 1993 et le taux d'« inflation » est négatif depuis 1998. Les prêts bancaires, illustration du besoin de financement de l'économie, reculent également depuis 1998, traduisant la baisse de demande pour investir ou consommer et expliquant, en grande partie, les difficultés du secteur financier, qui voit son chiffre d'affaires reculer dramatiquement. Enfin, la politique monétaire est rendue totalement inefficace par le recul des prix puisqu'un taux court nominal nul entraîne tout de même un taux réel court, aujourd'hui, parmi les plus élevés du monde. Le Japon se trouve donc toujours dans une situation où de profondes difficultés structurelles empêchent toute reprise durable et saine de l'économie. Les énormes surcapacités dans le secteur de la construction, les montants colossaux de prêts non-performants et les rigidités politiques pèsent sur l'économie et sur la capacité à mettre en place les réformes nécessaires. Toutefois, après un 4ème trimestre 2001 marqué par le net recul du PIB (-1.2 %), l'économie japonaise a montré, au cours des premiers mois de l'année 2002, des signes de reprise dans certains segments de l'activité très liés à l'exportation. En effet, la reprise de l'économie aux États-Unis a relancé la demande pour les automobiles et les produits électroniques japonais, provoquant un rebond de la production industrielle et une hausse des exportations (qui représentent 10 % de l'économie japonaise). Ce mouvement de reprise des exportations a été, de plus, favorisé par l'affaiblissement du yen contre dollar, qui a procuré un avantage compétitif important aux produits japonais. La devise japonaise a, en effet, touché, au mois de février, un plus bas depuis 1998 contre le dollar, à 134.71

USD/JPY. Compte tenu du fait que le niveau « normal » de change entre ces deux pays -soit le taux qui ne pénalise ni n'avantage aucune des 2 parties- se situe autour de 120 USD/JPY, les exportations japonaises ont largement bénéficié de cet affaiblissement du yen, ce qui a eu pour effet de tirer les valeurs exportatrices japonaises sur les marchés-actions, en particulier les constructeurs automobiles et ceux d'électronique. En conséquence, au cours des premiers mois de l'année 2002, un certain nombre de statistiques ont montré une amélioration de la situation de l'économie japonaise. La production industrielle a progressé 3 mois de suite, pour la première fois depuis 1999, permettant un sensible rebond de la production en glissement annuel après un plus bas en 25 ans au mois de décembre 2001. Ce mouvement de reprise de la production est d'autant plus important qu'il s'effectue en même temps que de fortes réductions de stocks, ce qui pèse sur le rebond de la production. De ce fait, la confiance des industriels, mesurée par l'enquête Tankan, est restée stable au 1er trimestre 2002, ne reculant pas pour la première fois depuis le 4ème trimestre 2000. Cela semble marquer un retournement de tendance au sein des entreprises japonaises, qui anticipent, tout du moins un arrêt de la dégradation, voire une amélioration de la situation au cours des trimestres à venir. Cette reprise de l'activité dans l'industrie a provoqué le plus net recul du taux de chômage depuis qu'il est entré dans une tendance de hausse : en effet, le taux de chômage a reculé pour revenir à 5.2 % au mois d'avril, sous l'effet de la hausse de la production qui oblige les entreprises à réembaucher. Ce recul du taux de chômage devrait permettre de diminuer les inquiétudes sur l'avenir des ménages japonais et donc ralentir quelque peu leur propension à épargner, au profit de la consommation. Ces développements sont donc positifs pour l'économie japonaise.

■ **Il faut toutefois relativiser, ce pour deux raisons :**

Cette amélioration est en grande partie due à la faiblesse du yen au cours de la fin de l'année 2001 et des premiers mois de 2002, qui a procuré un avantage compétitif aux exportateurs japonais. Le mouvement actuel d'affaiblissement du dollar ramène le yen vers le niveau des 120

USD/JPY, ce qui retire l'avantage compétitif des mois précédents. Autour de 120 USD/JPY, les termes de l'échange avec les États-Unis sont « normaux ». Si le yen venait à s'apprécier au delà de cette limite, cela pénaliserait fortement les entreprises japonaises, qui se verraient obligées de réduire leurs marges si elles souhaitent garder leurs parts de marchés, ce qui induirait une détérioration de leur situation et probablement de nouveaux licenciements.

De plus, l'amélioration récente ne signifie pas que les problèmes structurels qui pèsent sur l'économie japonaise sont résolus, bien au contraire. Cette amélioration n'est due qu'à la reprise aux États-Unis et l'économie japonaise a besoin de profondes réformes, en particulier dans le secteur financier et dans le secteur de la construction, pour pouvoir retrouver une dynamique interne qui lui soit propre. Le problème auquel est confronté le Japon depuis 10 ans est que, en période d'expansion mondiale et en particulier des États-Unis, les bénéfices des exportations sont considérés comme suffisants et le corps politique ne s'engage pas dans les réformes structurelles nécessaires, qui seraient forcément impopulaires. Lorsque l'activité liée aux exportations faiblit et que le Japon se trouve confronté à une récession, les autorités n'ont pas le courage non plus de prendre les mesures nécessaires en arguant de mauvaises conditions économiques. L'immobilisme est donc de mise et le risque existe fortement que la reprise que l'on pressent en ce début d'année, si elle se confirme, ne soit pas accompagnée des réformes tant attendues.

Bourses

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ COFINIMMO (COFB – Euronext Bruxelles – SiCaFi – 93 EURO)

■ Profil

Cofinimmo est une SICAFI (Société d'investissement à capital variable dont les avoirs sont immobiliers). Ces avoirs sont majoritairement situés dans la zone de Bruxelles (77%). Les locataires sont des sociétés ou des institutions. Les avoirs « commerciaux » ou « résidentiels » sont marginaux. En effet les « bureaux » représentent 79% du patrimoine et le « semi-industriel », un peu plus de 10%. On pourrait dire que le risque de vide locatif est quasi nul. Le chiffre d'affaires est en hausse et il faut remonter à 1996 pour observer un léger recul de celui-ci.

A titre de comparaison, Warehouse est majoritairement implantée dans la région de Charleroi avec 72% du patrimoine constitué de « hall commerciaux ». D'où un rendement 6,41% sur base d'un cours de 27 euro et un coupon 1,73 euro. Comme toutes les valeurs de cette nature, le cours du titre est fonction inverse des l'évolution des taux d'intérêt.

Le rendement est très acceptable : sur base d'un cours de 93 euro et un dernier coupon net de 5,31 euro, le rendement s'élève à 5,71%. Pour les internautes, nous rappelons l'adresse du site Internet de la société : <http://www.cofinimmo.com>

■ Perspectives financières

Nos craintes concernant un possible recul des revenus de loyers 2002 par rapport à ceux de 2001 semblent injustifiées étant donné le taux d'occupation du « portefeuille ». Si les revenus du 1er trimestre 2002 sont en recul, il faut en trouver l'explication dans la vente de certains immeubles. Ce recul devrait être compensé par l'acquisition de « Léopold Square II » loué à IBM et Ericsson. Si 8.000 m² sur les 38.000 m² disponibles ne sont pas encore loués, la direction nous confirme que

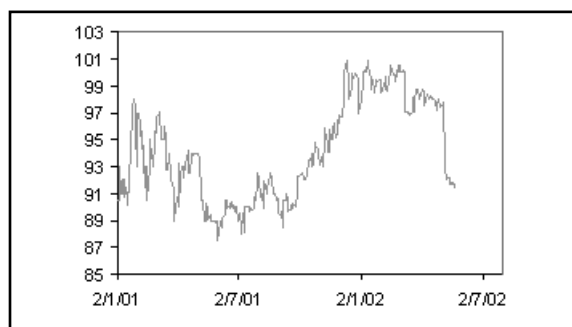
des contrats sont encours de signature pour cette surface restante.

On notera que cet investissement est réalisé à la périphérie bruxelloise jouissant d'un engouement certain. Si l'année 2002 peut être difficile au point de vue marge sur EBITDA, il est raisonnable d'estimer 2003 comme meilleur.

■ Commentaires

Ceux qui nous ont suivis dans ce types de valeurs, savent déjà combien nous avons été et sommes toujours positifs sur les Sicafi. Mais ils connaissent aussi les points sensibles de ces valeurs : le faible volume, les taux d'intérêts et les possibilités de reprises. En effet, étant donné la qualité du patrimoine immobilier de ces sociétés, nous craignons toujours qu'un investisseur immobilier international ne s'intéresse à celui-ci et ce d'autant plus que l'immobilier semble très bon marché par rapport à d'autres régions de l'Europe et que Bruxelles se confirme comme centre européen.

Donc le rendement est excellent et le cours actuel (93 euro) très raisonnable mais on devra rester attentif à ces deux problèmes qui restent comme une potentielle «épée de Damoclès» sur ces Sicafis. Nous pensons qu'un objectif de 100 à 103 euro est possible tout en tenant compte – à court terme – de l'évolution des taux d'intérêts.



■ BNP PARIBAS (BNP – Euronext Paris – Banques – 60 EUR)

■ Profil

BNP Paribas est le 1er groupe bancaire français. Le produit net bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit :

- banque de détail (36,3%): banque de détail en France (70% du PNB; 2 200 agences) et à l'international (30% ; principalement Etats-Unis avec BancWest) ;
- banque de financement, de marché et d'investissement (35,4%) ;
- services financiers spécialisés (13,7%) : crédit à la consommation (Cetelem; n°1 français), crédit-bail d'équipement, crédit immobilier (UCB), location longue durée et gestion de parcs (Arval PHH, Artegy, Arius), courtage et conseil de produits d'épargne (Cortal), banque en ligne (Banque Directe);
- banque privée, gestion d'actifs, assurance et services titres (13,2%) : 272 MdsEUR d'actifs gérés répartis entre gestion d'actifs-assurance (61,8%) et banque privée (38,2% ; n° 1 français). Le groupe est le n°2 européen de la conservation de titres ;
- autres (1,4%) : essentiellement gestion de portefeuille pour compte propre et de fonds.

■ Perspectives financières

BNP Paribas a annoncé qu'elle devrait disposer d'une somme allant jusqu'à neuf milliards d'euros pour des acquisitions au cours des trois prochaines années. Le nouveau plan stratégique 2002-2005 présenté par BNP Paribas prévoit par ailleurs une croissance annuelle moyenne de plus de 10% des revenus (y compris ceux tirés des acquisitions). Le tout doit se traduire par une hausse moyenne chaque année de 13% du bénéfice net par action (BNPA), attendu de l'ordre de 6,75 euros à l'horizon 2005. Quatre grandes priorités se détachent du plan stratégique : générer une forte croissance organique (dynamisée par le cross-selling et les partenariats), poursuivre les efforts de maîtrise des coûts et de contrôle des risques, gérer efficacement le capital

et enfin mettre en place une stratégie d'acquisition qui se veut opportuniste et disciplinée. Le président de la banque, Michel Pébereau, réitère l'intérêt de BNP Paribas pour un rapprochement qui créerait un groupe vraiment européen tout en soulignant une nouvelle fois qu'une fusion ne peut se faire, à ses yeux, qu'entre égaux.

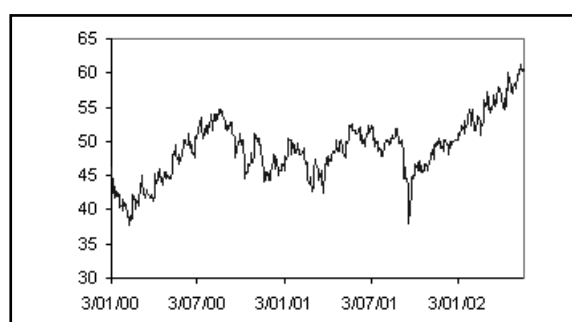
BNP Paribas entend, avec ses acquisitions, réduire à moins de 50%, contre 60% aujourd'hui, la contribution de la France à son résultat global avant impôt et porter celle de l'Europe à plus de 25% (20% actuellement). Celle des Etats-Unis, où BNP Paribas est présent en banque de détail, passerait à plus de 15% à l'horizon 2005, contre 13% actuellement.

	BPA	C / B est.
12 / 2002	4.83	12.48
12 / 2003	5.30	11.37
12 / 2004	5.65	10.66

■ Commentaires

Nous apprécions la visibilité du titre, l'absence d'exposition du groupe en Argentine, et son absence de dette. La rentabilité de la banque se maintient, malgré une conjoncture médiocre, confirmant la capacité de résistance du groupe.

C'est probablement la banque la mieux dirigée en ce moment. Le titre est légèrement décoté par rapport aux autres banques françaises et au secteur européen. Cependant, nous ne sommes plus acheteur de BNP Paribas au-delà de 60 euros.



■ FORTIS (FORB – Euronext Bruxelles – Banques – 25 EURO)

■ Profil

Fortis – société belgo-néerlandaise – preste un ensemble de services financiers à une clientèle internationale. Elle est spécialisée dans le «network banking», «asset management», «merchant banking » et tout produit d'assurance vie et « non-vie ». Sa clientèle est aussi bien privée qu'institutionnelle ou d'affaire. Elle opère principalement dans le Benelux mais aussi au niveau international, au travers de diverses filiales. L'activité bancaire représente 54,4% de son revenu, l'assurance, 45,6%. La croissance du secteur bancaire est de 7,8% tandis que celle du secteur «assurances» est de 4,2%. Régionalement, ce revenu se partage en 34,4% en Belgique, 32,2% aux Etats-Unis, 16,52% aux Pays-Bas, le reste du monde représentant les 16,87% restant.

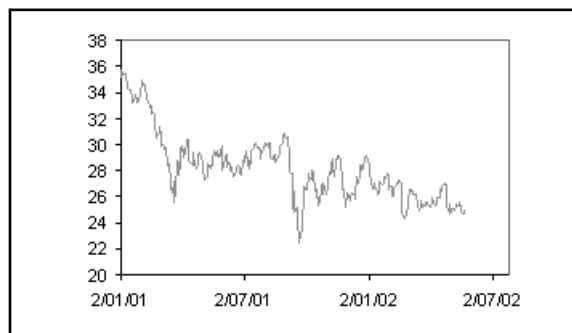
■ Evolution récente

Fortis a publié, pour son premier trimestre un revenu net part du groupe (RNpg) de € 850 millions, en hausse de 4.8 % par rapport au 1er trimestre 2001, très nettement au dessus des attentes puisque le consensus établi par Reuters, prévoyait en moyenne une baisse de 22%, à € 636 millions. Le bénéfice par action, tenant compte de la conversion des options, warrants et autres obligations convertibles ressort à € 0.64 contre € 0.62 l'an dernier tandis que le « Return on Equity » (ROE) ressort pour sa part à 17.7% contre 17.0%. Une fois retraité des éléments exceptionnels, peu nombreux, le bénéfice net opérationnel affiche une hausse de 7% par rapport à la même période de l'an dernier, à € 831 millions. La division banque a contribué pour € 586 millions, en croissance de 12%. Le groupe tire profit des mesures d'économie de coûts décidées l'an dernier, mais surtout d'une très faible charge du risque, à € 42.8 millions contre € 370 millions au 4eme trimestre. La division assurances a pour sa part apporté une contribution de € 302 millions, en augmentation de 5% par rapport au 1er trimestre 2001.

La chute de 37.1% de la collecte de primes trouve son explication pour moitié dans les modifications de périmètres intervenues (vente de Fortis Financial group au 2T01, de Fortis Assurances au 1T02) et pour moitié à la chute de la collecte chez Fortis Bank Insurance, largement compensée toutefois par l'excellence des résultats affichés tant par les filiales américaines que par la branche non vie. Les contrats en unités de comptes ont largement souffert de la conjoncture actuelle.

■ Commentaires

Cette valeur de qualité doit faire partie de tout portefeuille investi en valeur belge. Toutefois, on sera attentif à deux problèmes. Le premier concerne la société elle-même : régulièrement on parle de rapprochement au niveau européen. Il y a donc un caractère spéculatif derrière ce titre. Il est possible aussi que, vu la situation boursière actuelle, ce rapprochement soit reporté. Mais les grandes banques et assurances mondiales sont à la recherche d'opportunités. Fortis est-elle une « proie » ? Le deuxième problème est plus lié à l'ensemble du marché belge immédiat : quelle sera la réaction de ce marché lorsque les fonds d'Epargne Pension pourront investir un plus grande part dans des valeurs européenne et non plus quasi exclusivement dans des valeurs belges ? Le marché belge, c'est plus ou moins 20 belles grandes valeurs que se partagent tous les fonds. Pour ces raisons, nous restons neutre sur cette valeur, comme sur beaucoup de valeurs belges d'ailleurs.



■ FRANCE TELECOM (FTE – Euronext Paris – Télécom – 20,7 EURO)

■ Profil

France Télécom est le 1er fournisseur de télécommunications en France. Le groupe propose essentiellement 5 services :

- Téléphonie mobile (34% du CA ; Base (ex-Orange)). Introduit en bourse en 2001, Base est le 1er opérateur mobile en France et au Royaume-Uni (28,2% de part de marché) ;
- Téléphonie fixe (32% ; 40 millions d'abonnés) ;
- International (16%) : téléphonie fixe et mobile (hors Base), services aux entreprises ;
- Services voix et données (14% ; Wanadoo). Le CA de la branche se répartit entre réseaux d'entreprises (44,1% ; liaisons louées et réseaux de données), services de télédiffusion et de télévision par câble (18,3%), services en ligne (14,3% ; services Télétel, audiotel, etc.) et autre (23,4% ; ventes et location de matériels de télécommunication) ;
- Accès à Internet (4%). Wanadoo est le premier fournisseur d'accès à Internet en France (6,3 millions d'abonnés actifs).

■ Données financières

	1T01	1T02	%
C.A.	10043	10604	+ 5.58
Base C.A. (net)	3351	3850	+ 14.89
Wanadoo C.A. (net)	290	375	+ 29.31
France C.A. (net)	4989	4766	-4.47
International C.A. (net)	1413	1613	+14.15

France Télécom a publié une performance décevante pour le premier trimestre 2002, avec un chiffre d'affaires de 10,604 milliards d'€, en bas de la fourchette des prévisions du marché (entre 10,6 et 10,9 milliards d'€).

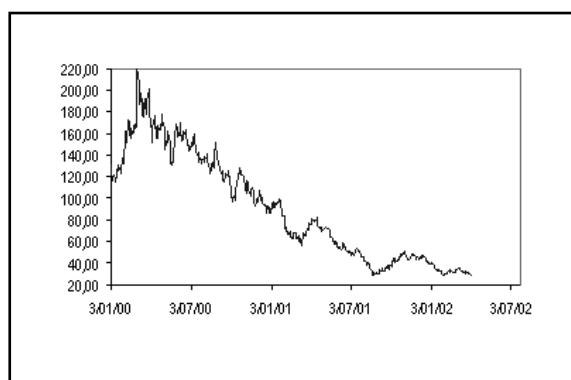
Base enregistre 1.27 millions nouveaux abonnés au 1T02 et renforce ses parts de marchés sur le marché français. Les indications fournies par la filiale mobile sont donc plutôt positives et Base reste, plus que jamais, le vecteur de croissance du

groupe, Wanadoo ne constituant qu'un vecteur marginal, tandis qu'Equant a revu ses perspectives de croissances de l'activité en baisse.

■ Commentaire

- Déclin plus fort que prévu des activités filaires classiques en France qui sont la vache à lait de France Télécom. Cette faiblesse est due à l'intensification des pressions concurrentielles sur la présélection de l'appel local. France Télécom indique que sa part de marché sur les télécommunications locales est passée de 97% à 86% en volumes depuis le début de l'année du fait de l'extension de la présélection.
- France Télécom a néanmoins confirmé ses perspectives positives pour 2002, avec une croissance à deux chiffres de son chiffre d'affaires et une croissance encore plus rapide pour l'EBIT et l'EBITDA.

Le secteur est en pleine phase drastique de réévaluation qui pourrait être qualifiée de seconde vague du crash des télécoms. En conséquence, jusqu'à ce que cette période de réévaluation du secteur soit achevée ou jusqu'à la confirmation de nouvelles positives, nous recommandons de rester à l'écart de cette valeur.



■ TOTALFINA (FP – Euronext Paris – Pétrole – 166 EURO)

■ Profil

Total Fina Elf est le 4^{ème} groupe pétrolier mondial et le 1^{er} raffineur européen. L'essentiel de son activité s'articule autour de 3 pôles :

- secteur amont (9% du CA) : exploration et production d'hydrocarbures (2,2 millions de bep par jour en 2001). Les réserves du groupe sont estimées à 10,9 milliards de barils. Le pôle comprend également la valorisation des réserves de gaz (trading GPL), ainsi que la production d'électricité et d'autres énergies ;
- secteur aval (72%). Le groupe est le leader européen avec une capacité de raffinage de 2,5 Mb/jour. Il exploite également un réseau de 17 700 stations-service dans le monde sous les marques Total et Fina. Le pôle comprend également le trading et le transport maritime des bruts et produits ;
- chimie (19%) : pétrochimie et grands polymères (36% du CA de la branche), intermédiaires et polymères de performance (24%), spécialités (40%).

■ Perspectives financières

TotalFinaElf a annoncé une baisse de 36% de son bénéfice net courant au premier trimestre 2002, résistant mieux que ses pairs dans un contexte difficile, à la faveur d'une hausse de 7% de sa production d'hydrocarbures sur la période.

Le quatrième groupe pétrolier mondial a d'ailleurs réaffirmé son objectif d'une hausse de 10% de sa production sur l'ensemble de 2002, conformément à ce qu'il avait indiqué lors de son assemblée générale début mai.

A titre de comparaison, les trois premières compagnies pétrolières mondiales, Exxon Mobil, Royal Dutch/Shell et BP ont accusé respectivement des replis de 58%, 48% et 57% de leur bénéfice sur les trois premiers mois de l'année.

"Ce sont les volumes de production qui expliquent les meilleures performances de TotalFinaElf. Les prix du brut sont les mêmes pour tout le monde et si la production augmente, les bénéfices suivent", a noté un analyste basé à Paris qui a requis l'anonymat.

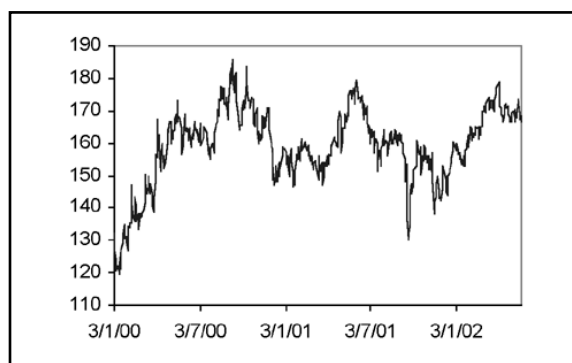
Le bénéfice net courant s'est établi à 1,42 milliard d'euros au premier trimestre 2002, contre 2,2 milliards il y a un an. Le résultat d'exploitation des secteurs d'activité s'est replié de 35% à 2,43 milliards d'euros tandis que le chiffre d'affaires a reculé de 13% à 23,78 milliards d'euros.

Dans un communiqué TotalFinaElf a estimé avoir "bien résisté au net repli de l'environnement pétrolier au premier trimestre 2002". Le groupe note ainsi que sur la période, le prix moyen du baril du brut a baissé de 18% à 21,1 dollars, les marges de raffinage européennes ont chuté à 2,4 dollars la tonne - soit une division par six - et les marges pétrochimiques ont touché un niveau "historiquement bas".

TotalFina Elf a reculé de 1,13% à 166,20 euros après avoir fait état d'une baisse de 36% de son résultat net courant, à 1,42 milliard d'euros, inférieure aux 40% de repli anticipés début mai. La valeur a pâti, selon certains traders, des statistiques ayant fait apparaître une forte hausse des stocks de pétrole aux Etats-Unis.

■ Commentaires

Ces chiffres ne sont pas une surprise puisque le groupe avait déjà annoncé lors de son AG du 7 mai une baisse de son bénéfice courant de l'ordre de 40% en dollars. Compte tenu des rachats d'actions, le bénéfice par action ne baisse que de 32%. Mais il est plus inquiétant de noter que cette dégradation est due à un environnement pétrolier négatif, des marges de raffinage divisées par 6 et des marges pétrochimiques à leur plus bas historique. Nous conseillons de maintenir le titre en portefeuille.



■ VNU (VNUA– Euronext Amsterdam – Edition – 33 EURO)

■ Profil

Suite à l'acquisition de Nielsen Media Research en 1999 et AC Nielsen en 2001 VNU est devenu le leader mondial dans le marché de l'information marketing. Le chiffre d'affaires 2002 Pro forma du groupe se décompose en trois activités :

■ Information marketing et média : Mesure d'audience, études de marché, bases de données sur la consommation. Cette activité représente 69% du C.A. du groupe. Cette division est subdivisée en deux sous-groupes qui sont les pôles:

- Information marketing : Actif dans 80 pays, cette division fournit des informations de marché sur les ventes de biens de consommation, le profiling et la segmentation des clients. AC Nielsen représente 70% du C.A. pro forma de cette division.
- Information Média : cette division est leader mondial dans la mesure d'audience TV, de l'information sur les livres, la musique, les films et vidéo ainsi que l'utilisation d'internet. Nielsen Media Research est actif au USA et au Canada et contribue pour 65% du C.A. de cette division.

■ Press professionnelle : 21% du C.A.

■ Annuaire : 10% du C.A.

■ Données financières

	2001	2000	%
Chiffre d'affaires	4.825.093	3.384.560	42.6
EBIT	806.014	700.850	15
Bénéfice net	1.004.096	799.039	25.7

- Le groupe a dégagé un résultat net (hors exceptionnels et survaleurs) de 416 millions d'€, en légère progression (2,2%).
- VNU a annoncé qu'elle va augmenter sa participation dans la société de business directory Irlandaise Golden Page de 37 à 100%. La facture, estimée entre 175 et 200 millions d'€, sera financée par une augmentation de capital de plus ou moins 265 millions d'€, la différence étant utilisée pour le remboursement de dettes.

■ Commentaires

- Les éléments majeurs qui contribuent à la croissance des bénéfices sont la croissance continue du chiffre d'affaires dans l'activité étude de marché, l'augmentation des marges via l'intégration de AC Nielsen ainsi que la restructuration (Opération Leading Edge) déjà en cours lors du rachat.
- Le rachat de Golden Page s'emboîte parfaitement dans la stratégie du groupe de renforcer sa position dans l'activité page jaune dans des pays niches. Néanmoins on notera que pour ne plus alourdir son bilan VNU n'a pas eu d'autre choix que de procéder une nouvelle fois à une augmentation de capital qui pourrait entraîner une dilution de l'actionnariat allant jusqu'à 3.75%.
- Leader mondial dans un secteur dont la croissance est attendue à 5% en 2002 et 7% en 2003, VNU devrait continuer à profiter de la consolidation qui a pour effet d'augmenter l'efficacité de l'industrie et l'amélioration des marges.
- N'ayant guère bénéficié du rally du mois de mars, contrairement au reste des médias, et s'échangeant aux alentours de 33 euros, un niveau historiquement bas, VNU nous semble une opportunité d'achat. De plus, son C/B estimé 2003 de 29.77 se situe dans la moyenne basse du secteur.

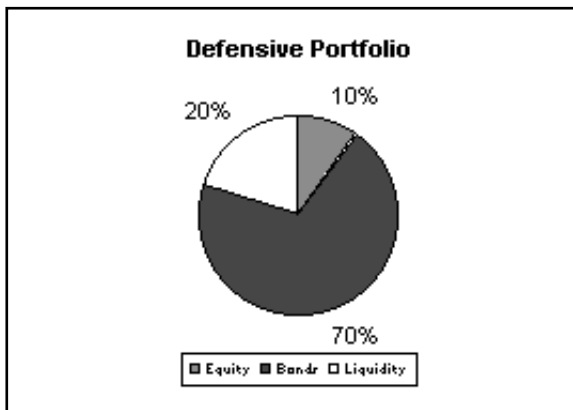
Nous sommes à l'achat sur VNU avec un target à 41 €.



Gestion de Fortune

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

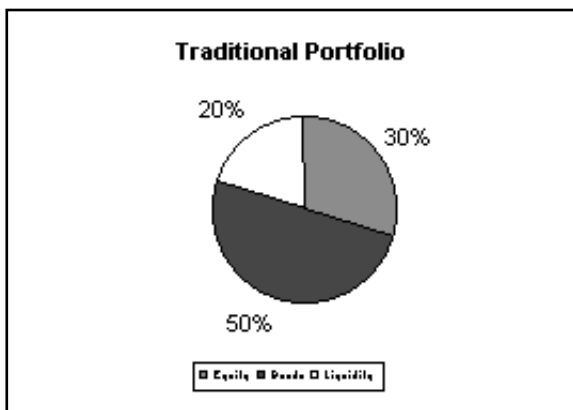
■ Portefeuille « conservateur »



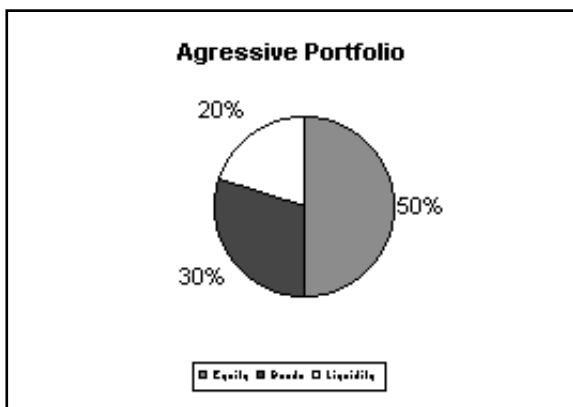
Etant donné l'évolution des marchés et le manque de visibilité, nous pensons qu'il est judicieux de renforcer encore les positions en obligations. Les devises que nous privilégions, sont l'euro, la couronne danoise et accessoirement le couronne norvégienne. On sera toujours aussi exigeants sur la qualité de l'émetteur.

Dans tous les portefeuilles, nous poursuivons nos investissements dans des mines d'or. Nous avons choisi d'investir dans les petites mines qui permettent – par leur niveau de cours – de réaliser des investissements par « tranches » successives si besoin.

■ Portefeuille « traditionnel »



■ Portefeuille « offensif »



Euro-Obligations

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les performances passées ne constituent pas nécessairement une certitude quant aux performances futures du titre. Les informations et données reprises dans le tableau

ont été recueillies à partir de sources que nous jugeons fiables. Toutefois, nous ne garantissons pas leur exactitude, ni leur exhaustivité. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

NOK

Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
BANK NED. GEMEENTEN	7%	03/07/06	AAA	101.95%	6,432%

EUR

Secondaire

Emetteur	taux	echéance	rating	prix indic.	rendement
DEXIA MUNICIPAL AGENCY	5,125%	27/02/01-09	AAA	101.65%	4,827%

DKK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
BBL	8%	25/10/95-05	AA3	108.9%	5,05%

NOK

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
BAYERISCHE LANDESBANK	7%	06/06/00-05	AAA	100.8%	6,694%

USD

Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
TOYOTA MOTOR CREDIT	5,25%	31/05/01-05	AA1	104.35%	3,694%

Avertissement

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

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 :

Denis Vanderborght

Date de rédaction :

le 30 mai 2002