

Edito

Au moment où vous lirez cette revue mensuelle, vous connaîtrez probablement le nom du prochain président des Etats-Unis. Du moins, c'est à espérer. Car le pire scénario d'un point de vue boursier serait une réédition de l'épisode surréaliste du recomptage des voix en Floride. Les marchés boursiers ne manqueraient pas de réagir négativement à une telle incertitude. Outre cette question, la portée de cette élection nous semble parfois difficile à cerner d'un point de vue boursier. Les marchés vont-ils applaudir l'élection de Georges W. Bush ou sanctionner l'élection de John Kerry ? Quoiqu'il en soit, cette élection vient clôturer le cycle boursier américain dit « présidentiel ». Une nouvelle période boursière va s'ouvrir devant nous l'année prochaine. Une question se pose dès lors : comment se préparer efficacement à cette nouvelle période ?

Il nous semble essentiel avant toutes choses de comprendre la situation économique actuelle. Certains déséquilibres, dont principalement les doubles déficits américains, peuvent porter gravement préjudice à la santé économique mondiale. Où en sont-ils ? L'évolution du cours du pétrole peut également influencer la croissance économique. Mais dans quelle mesure ? Et que penser du développement de la Chine et du financement par l'Asie de la dette publique américaine ? Vous trouverez des débuts de réponses à ces questions dans notre rubrique « Economie » qui s'attardera ce mois-ci sur la problématique de la tenue du dollar américain face au déficit de la balance commerciale des Etats-Unis. Notre rubrique « Euro-Obligations » vous présentera, outre sa sélection habituelle des meilleures émissions et opportunités sur le marché, une réflexion sur l'évolution des taux d'intérêts à long terme en Europe.

Sur base de cette appréciation de la situation économique, une stratégie d'investissement peut en être déduite. Pour déterminer cette stratégie, nos soixante chargés de clientèle, répartis dans nos 30 agences, sont là pour vous assister et vous fournir les informations dont vous avez besoin.

N'hésitez pas à les contacter. Une permanence téléphonique est de surcroît assurée chaque jour de 8h à 22h.

Avant de vous laisser parcourir notre édition de Novembre, permettez-moi de vous rappeler deux mesures qui vous permettront de sécuriser votre portefeuille et d'en optimiser sa gestion. Des séminaires seront d'ailleurs consacrés à ces sujets, séminaires dont vous découvrirez les dates dans notre rubrique « Agenda ». D'une part, notre Maison vous offre la possibilité de placer des ordres stop loss sur les positions que vous détenez en portefeuille. Vous préserverez ainsi une partie importante de votre investissement dans le cas d'un recul important des marchés. D'autre part, la volatilité actuelle des marchés vous permet de réaliser plusieurs aller-retours offrant des plus-values entre 5 et 6 % sur le même titre en un laps de temps relativement réduit. Il est selon nous opportun de privilégier cette approche par rapport à l'approche traditionnelle du Buy & Hold (Acheter et conserver). Pour choisir vos valeurs, notre maison met à votre disposition un outil unique d'analyse technique. Un séminaire de présentation de cet outil vous est également proposé dans la rubrique « Agenda ».

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une excellente lecture de notre Revue Mensuelle.

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

330,45 +2,01%⁽¹⁾ 
-2,13%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

2.784,48 +3,39%⁽¹⁾ 
+24,08%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

3.718,00 +2,13%⁽¹⁾ 
+4,50%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

3.961,56 +1,76%⁽¹⁾ 
-0,09%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

4.636,20 +1,43%⁽¹⁾ 
+3,56%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

5.393,90 -1,31%⁽¹⁾ 
-1,71%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.700,44 +1,20%⁽¹⁾ 
+1,51%⁽²⁾ 

DJII (USA)

10.004,54 -0,75%⁽¹⁾ 
-4,30%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

1.975,74 +4,16%⁽¹⁾ 
-1,38%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

8.781,04 +1,30%⁽¹⁾ 
+6,81%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

10.771,42 -0,48%⁽¹⁾ 
+0,89%⁽²⁾ 

MSCI World

1.072,65 +2,37%⁽¹⁾ 
+3,51%⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2003

Devises

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

Les chiffres clefs des devises

USD/EUR (USA)

0,78 -2,61%⁽¹⁾
-1,31%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,44 -1,34%⁽¹⁾
+1,46%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,74 +1,19%⁽¹⁾
-0,16%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +2,31%⁽¹⁾
+3,00%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,46 +0,13%⁽¹⁾
+0,20%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 +1,35%⁽¹⁾
+2,04%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 +0,10%⁽¹⁾
-1,96%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,64 +0,87%⁽¹⁾
+4,68%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,17 +0,11%⁽¹⁾
+2,69%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +3,64%⁽¹⁾
+10,15%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +0,24%⁽¹⁾
+6,46%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,18%⁽¹⁾
-0,02%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2003
(3) Cotation pour 100

USD/EUR

Le dollar américain a connu plusieurs corrections brutales durant ce mois d'octobre. Mais la plus importante a été engendrée par un rapport présentant le faible niveau des investissements aux Etats-Unis. Une vague très importante de ventes de dollars s'en est suivie, engendrant une baisse d'environ 3 %.



GBP/EUR

Le mouvement à la baisse de la livre sterling semble perdurer. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 4,75 %, après 11 mois d'augmentation des taux. L'économie anglaise a connu une croissance au troisième trimestre de 0,4 % (la plus faible depuis début 2003), à comparer avec une croissance de 0,9 % au second trimestre. Le marché de l'immobilier semble également avoir atteint un sommet.



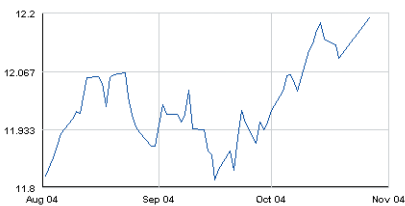
CHF/EUR

Le franc suisse s'est bien repris en octobre, rattrapant ainsi la baisse du mois dernier. Cependant, la Banque Centrale helvétique a revu à la baisse ses perspectives de croissance pour l'économie en 2005 de 2,3 % à 2 %.



NOK/EUR

La corrélation entre la couronne norvégienne et le prix du pétrole se confirme et se renforce en octobre, avec un cours de la devise s'appréciant au moment où les marchés pétroliers atteignaient des niveaux records.



JPY/EUR

Le yen japonais est resté stable durant la période sous-revue, avec une légère hausse engendrée par d'excellents rapports sur les exportations durant le mois de septembre. La devise est donc à surveiller : le mois prochain, le yen risque bien de devenir attrayant, la spirale déflatoire pouvant être cassée en 2005.



DKK/EUR

La couronne danoise a affirmé sa force durant le mois d'octobre. Elle a ainsi recouvré son cours du début de l'été. Une performance assez remarquable, aucune nouvelle économique ne justifiant cette robustesse inattendue.



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 longs européens à 2%

La fin de l'année approchant à grands pas, l'heure du bilan a sonné. L'économie mondiale a connu une croissance de plus de 4% en 2004. Mais toutes les régions du globe n'auront pas connu le même enthousiasme. Les bons élèves de la croissance furent les Etats-Unis, l'Asie et le Japon, qui se sont nettement distingués en la matière. Sans vouloir jouer les trouble-fête, il y a croissance et croissance... D'une part, la « croissance saine », alimentée par une forte demande et génératrice d'emplois (telle qu'elle s'est dessinée en Asie), et d'autre part, la « croissance artificielle », alimentée par les restructurations et destructrice d'emplois (telle qu'elle a été vécue aux Etats-Unis et en Europe).

Dans le premier cas de figure, la croissance saine s'est logiquement accompagnée d'une remontée des taux longs. Dans le monde occidental, point de hausse des taux longs à l'horizon ... bien au contraire. Les opérateurs n'ont pas cru au caractère durable et sain de la reprise. Trop de déséquilibres pointaient : un marché saturé, une consommation qui n'est pas au rendez-vous, des entreprises

frileuses et en surcapacité de production, un marché du travail en perte de vitesse.

Dans un contexte où les entreprises n'écoulent plus aussi facilement leurs produits, pourquoi la Banque Centrale Européenne augmenterait-elle le prix de l'argent ? Et pourquoi les taux longs prendraient-ils le chemin de la hausse, alors que le cycle menace de ralentir naturellement en 2005 ? Certains professionnels évoquent désormais des taux longs européens proches de 2% ...

Pour les détenteurs d'obligations, cela pourrait constituer une bonne nouvelle. Au vu des conditions actuelles (plus de 4% sur les taux à 10 ans), la perspective de conditions plus maigres encore pourrait provoquer une forte bousculade à l'achat.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour établir votre stratégie de placement et de diversification de vos euro-obligations. N'hésitez pas non plus à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.lelux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1630% +15,50 ⁽¹⁾ 
+12,30 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,8697% -7,43 ⁽¹⁾ 
-41,63 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

1,9046% +30,36 ⁽¹⁾ 
+94,96 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,0505% -4,85 ⁽¹⁾ 
+7,75 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2003 en points de base

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Volkswagen	4,875%	22/05/2013	101,70	4,630	A-
EUR	Lehman Brothers	4,750%	16/01/2014	102,40	4,420	A
EUR	Bouygues	4,375%	29/10/2014	99,050	4,495	A-
NOK	Kommunalbank	4,000%	02/11/2011	101,68	3,722	AAA
CAD	Toyota Credit Canada	4,125%	21/12/2009	101,22	3,860	AAA
CAD	Eurofima	4,875%	04/12/2012	101,33	4,670	AAA
CAD	Nat. Australia Bank	4,750%	28/11/2008	102,63	4,040	AA-
AUD	Baden Wurtemberg	5,750%	29/10/2010	101,67	5,417	AAA
AUD	Rheinland	4,750%	27/08/2008	97,210	5,570	AA
AUD	Total Cap	6,000%	13/12/2009	102,01	5,540	AA
NZD	Kommunalbank	6,000%	04/11/2009	99,145	6,200	A+2
NZD	LDBK Hessen	7,000%	17/12/2007	101,06	6,210	AA+
NZD	General Electric	6,500%	14/10/2008	99,400	6,670	AAA
HUF	EBRD	10,00%	27/10/2006	101,65	9,040	AAA
HUF	Rabobank Ned	9,000%	05/02/2007	100,15	8,880	AAA
PLN	Helaba	6,250%	09/06/2006	99,250	6,720	AA+
PLN	HSN Nordbank	6,500%	23/09/2014	97,850	6,800	AA-

Economies

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

■ Etats-Unis

Pour beaucoup d'analystes, le mois dernier a confirmé le scénario négatif craint depuis plusieurs mois pour l'économie américaine. Le cours du pétrole a atteint des niveaux records, le déficit de la balance commerciale américaine¹ a continué de s'aggraver, le niveau d'investissements aux USA diminue et le sentiment de confiance des entreprises américaines se dégrade ... Tout ceci a eu bien entendu une influence sur le cours du dollar, qui a rejoint son point bas de février 2004. Pour la première fois, quelques directeurs de la Federal Reserve ont parlé ouvertement d'un dollar bas, considérant comme la plupart des acteurs des marchés que le déficit de la balance commerciale, qui approche dangereusement le seuil de 6 % du PNB, est devenu le problème le plus important de l'économie américaine.

L'investissement étranger aux Etats-Unis a de plus diminué de manière inattendue de 64 milliards de dollars à 59 milliards, ce qui représente une baisse de 8%. Le spectre des financiers asiatiques récalcitrants, qui en achetant moins d'emprunts d'Etats américains font baisser le cours du dollar, a refait son apparition. Il est désormais clair que le déficit toujours en augmentation de la balance commerciale nécessite un cours du dollars plus faible. Et la forte croissance américaine ne va pas améliorer la situation. En effet, la croissance économique soutient la consommation et de nombreux biens de consommations sont désormais importés d'Asie (Chine, ...). Le Japon et la Chine tentent quant à eux de maintenir le cours de leur devise par rapport au dollar, ce qui a pour conséquence que le déficit commercial croissant américain n'est pas compensé par un Yen plus fort. Au même moment, un dollar stable permet des taux d'intérêt bas. Si le dollar devait continuer à baisser, les taux d'intérêts américains pourraient alors croître, reflétant alors une prime de risque plus importante. Ce serait bien entendu néfaste pour la consommation et l'économie américaine, qui est en grande partie financée par de l'endettement.

Quant au pétrole, quelques rapports sur le niveau plus faible que prévu des réserves ont suffi pour faire croître de 11 % le prix du baril. En effet, les derniers ouragans dans le golfe du Mexique ont ralenti les

approvisionnements et les activités de stockage. Mais fin octobre, le retard a été en grande partie rattrapé et le pétrole est revenu à un niveau comparable au mois dernier. Nous ne pensons pas que les prix pétroliers actuels auront sur l'économie un impact comparable au choc pétrolier des années septantes. Certes, le cours du baril est plus élevé qu'à l'époque, mais en y intégrant l'inflation, le cours du baril devrait atteindre 80 dollars pour infliger les mêmes conséquences à l'économie, ce qui représenterait une hausse peu probable de 60 %. Certains économistes tiennent également compte du fait que l'économie est moins dépendante du pétrole qu'à l'époque, ce qui signifie que l'impact serait encore moindre. Selon eux, le cours devrait attendre 120 dollars pour causer les mêmes dégats, soit 140 % de hausse. Néanmoins, nous estimons que si le cours du baril continue à fluctuer au niveau actuel (entre 45 et 50 dollars) durant un trimestre supplémentaire, l'économie américaine pourrait connaître un fort ralentissement de sa croissance au début 2005.

■ Zone Euro

Après une révision à la hausse le mois dernier, les attentes de croissance pour la zone Euro ont été revues à la baisse de 2 % à 1,7 %. La raison : le cours élevé du pétrole. Là où il y a quelques mois, certains hommes politiques devenaient nerveux à la vue d'un dollar trop faible, ils ont désormais adopté un discours nettement plus positif : un dollar faible compense en partie un prix élevé du pétrole. Cela ne reste naturellement qu'une compensation partielle. L'économie européenne ressentira ce cours élevé.

■ Japon

L'évaluation la plus récente de la Banque Centrale Japonaise a fait resurgir l'espoir d'une sortie de déflation. Pour la première fois en 8 ans, les prix à la consommation devraient augmenter de 0,1 %. Les chances d'un redressement du Japon s'en voient renforcées. Il ne reste plus qu'à regarder le sentiment de confiance du consommateur, qui est influencé par la croissance du salaire réel. Et force est de se rappeler les plans chinois de ralentissement de l'activité économique. Un atterissage brutal de l'économie chinoise pourrait en effet briser la récente reprise japonaise.

¹ La balance commerciale correspond à la différence entre les exportations et les importations d'un pays. Un déficit de la balance commerciale signifie que le pays en question importe plus qu'il n'exporte, ou en d'autres termes, consomme plus qu'il ne produit au niveau global.

Marchés boursiers

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

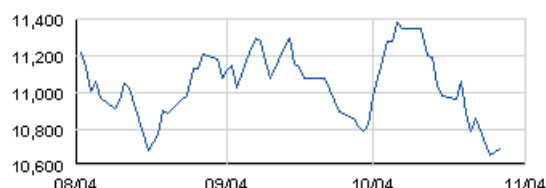
■ DJ Stoxx 50

Le DJ Stoxx 50 a été principalement porté par la bonne tenue des valeurs énergétiques, financières et de télécommunication. Les valeurs pharmaceutiques se sont plutôt situées dans les perdants du mois.



■ Nikkei 225

La forte reprise du marché nippon du début du mois d'octobre a été de courte durée. L'indice a ainsi reculé sur la période de 0,5 %. Les prix élevés du pétrole et un yen fort en sont les principales causes. Mais le tremblement de terre en fin de période, le plus fort qu'a connu le Japon depuis 1995, a été une excuse idéale pour vendre les actions japonaises.



■ S & P 500

Le S&P 500 a gagné 1,2 % durant le mois d'octobre. Les valeurs technologiques ont assuré la plus grande partie de cette hausse. Les valeurs financières (et principalement les assureurs) ont quant à elles été affectées par les scandales qui ont touché le plus grand assureur du monde, Marsh & McLennan.



■ FTSE 100

La hausse de 1,4 % qu'a connu l'indice anglais est à mettre au bénéfice de Vodafone et des valeurs pétrolières. Nous retrouvons ici également en fin de peloton les valeurs pharmaceutiques.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Confiance des acheteurs dans le secteur des services	58,3	56,7	03/11
EU	Indice des prix à la production dans la zone Euro	3,3%	3,1%	04/11
EU	Réunion sur les taux directeurs de la BCE	2,00%	2,00%	04/11
USA	Nouvelles créations d'emplois (excepté l'agriculture)	175.000	96.000	05/11
Japon	Dépenses des familles	0,7%	0,6%	05/11
EU	Attente de croissance dans la zone Euro	n/a	37,6	09/11
Japon	Confiance des consommateurs	n/a	46,2	10/11
USA	Réunion sur les taux directeurs de la Fed	2,00%	1,75%	10/11
USA	Déficit public	- \$57,5 Md	- \$41,1 Md	10/11
Japon	Produit National Brut (PNB)	n/a	1,3%	12/11
USA	Investissement net	n/a	\$59,0 Md	16/11
Japon	Indice des prix à la consommation	n/a	0,0%	26/11

Analyses de valeurs

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

■ NOKIA (NOK1V - Helsinki) - Telecom - 11,85 EUR

■ Profil

Nokia est le plus grand producteur de téléphone mobile au monde, avec une part de marché de l'ordre de 30,60 %, soit 51,4 millions de portables, durant le troisième trimestre de 2004.

Le chiffre d'affaires de 6,9 milliard d'Euro s'est réparti durant le troisième trimestre entre les produits suivants :

■ Téléphones mobiles :	64%
■ Réseaux :	21%
■ Multimedia :	13%
■ Solutions entreprises :	2%

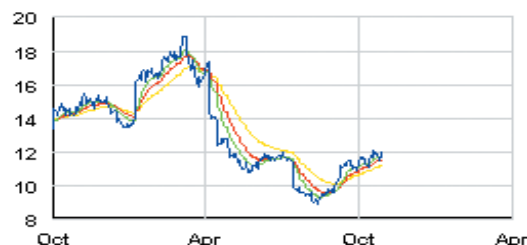
■ Perspectives

Après la grande correction qu'a connu le titre entre 2000 et 2002, il semble que Nokia soit revenue sur le bon chemin. Nokia a certes déçu plus tôt dans l'année et le cours a d'ailleurs flirté avec les niveaux de fin 1998 - début 1999. Cette déception s'explique par deux raisons. D'une part, les marchés de croissance n'ont pas pu compenser l'affaiblissement des ventes sur les marchés à maturité. D'autre part, Nokia n'a pas renouvelé sa gamme de téléphone dans les temps pour concurrencer entre autres Samsung. Nokia a été finalement considéré par le marché comme un simple producteur de téléphones portables dans un marché très concurrentiel (avec des préférences des consommateurs changeantes rapidement). Afin de regagner ses parts de marché, Nokia a investi fortement dans le développement de nouveaux produits à bas prix.

Le troisième trimestre en a montré les résultats. La part de marché de Nokia est passée de 29 % au second trimestre à 31 % (à comparer avec une part de marché de 36 %). Mais cette amélioration a un coût : la rentabilité. La marge opérationnelle a ainsi reculé de 29 à 19 %. Le bénéfice opérationnel a diminué quant à lui de 18 % à 946 millions d'EUR. Sans un Euro fort, les analystes estiment que le chiffre d'affaires aurait cru d'un beau 8 %.

En Europe et en Amérique du Nord, les GSM sont devenu un produit qui se remplace facilement. Le potentiel de croissance de l'Asie et de l'Amérique Latine est également énorme, mais doit encore être géré avec rentabilité. Nokia continue à perdre des parts de marchés en Amérique du Nord et en Amérique Latine. La réaction de Nokia consiste à y vendre des téléphones de luxe offrant des marges importantes (modèles 7260/70/80). A titre informatif, nous avons calculé que le prix moyen de vente d'un téléphone a baissé de 14 % sur une année.

La grande majorité des analystes ont ainsi rehaussé le mois dernier leurs attentes bénéficiaires à 4,4 % pour 2004 et à 2,9 % pour 2005. Ils s'attendent d'ailleurs à une baisse des bénéfices moins forte qu'initialement prévue.



■ Notre opinion

Nokia est convenablement valorisée, vu les attentes de croissance et de bénéfice relativement faibles. Cela n'empêche pas que le cours de l'action continue à monter, surtout si les parts de marché et la rentabilité de Nokia continuent à s'améliorer. Nokia nous semble un bon candidat à l'achat jusqu'à 12 EUR.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	10,17 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	3,08 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	3,9
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	18,4
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	17,5
Rendement brut :	2,50 %
Endettement :	3 %
Prochains résultats :	27/1

■ KBC (KBC - Euronext Bruxelles) - Banques - 57,45 EUR

■ Profil

KBC est un groupe de bancassurance multicanaux de taille moyenne, créée en 1998 par la fusion de trois institutions financières belges, à savoir Kredietbank, les assurances ABB et la CERA. L'histoire de l'entreprise a été caractérisée par une expansion dans les pays à forte croissance d'Europe centrale, qui font depuis le 1er mai 2004 partie de l'Union Européenne, à savoir la Hongrie, la Pologne, la Tchéquie, la Slovaquie et la Slovaquie. KBC compte 48.000 collaborateurs et 11 millions de clients. KBC est contrôlée à 66,73 % par la société holding Almanij. Son résultat opérationnel net se répartit entre :

■ Retail :	34,0%
■ Europe de l'Est :	19,2%, dont 10,1 % pour la Tchéquie
■ Gestion de Fortune :	7,2%
■ Corporate :	24,2%
■ Marchés :	15,3%

D'un point de vue opérationnel, KBC est plus fortement implantée en Europe de l'Est qu'en Belgique (51 % des bureaux, 59 % des collaborateurs, 65 % des clients). Principalement, le poids important des clients dans cette région est intéressant pour le long terme, étant donnée les attentes de croissance pour l'Europe de l'Est, attentes deux fois plus importantes que pour la Belgique. KBC est ainsi la plus grande banque internationale en Europe de l'Est, avec un total de bilan de 29 milliards d'euros. CSOB (En Tchéquie) fournit l'apport le plus important au bénéfice avec 10 % du total des bénéfices du groupe. Au total, KBC a investi 3,6 milliards d'euros en Europe de l'Est.

■ Perspectives

Le résultat d'exploitation a connu durant la première période de l'année une croissance de 21 % à 1,4 milliards d'Euros. Sans les plus-values financières, cette croissance aurait été de 13 %. Les revenus bruts de l'entreprise se sont ainsi améliorés d'un bon 6 %, le bénéfice net croissant quant à lui de 44 % à 0,9 milliards d'euros, dopés par des provisions plus basses pour les risques de crédit et par une plus-value engendrée par la revente de la participation de la banque dans

Belgacom. Le contrôle des coûts a été moins bon que celui opéré par Dexia (Accroissement de 2 % contre un recul de 0,3 %). Investir dans KBC, c'est surtout croire dans la promesse de bénéfices importants en Europe de l'Est. La croissance des bénéfices est à tout égard positive (+ 313 %), mais a surtout été rendue possible par de très faibles provisions de crédit.



■ Notre opinion

Avec un rendement brut du dividende de 3 % et un PER estimé de 11,1, la valorisation de KBC est relativement basse comparée à ses concurrents de l'indice S&P Euro Financials, où le PER estimé moyen atteint 14,2 et le rendement brut est de 3,2 %. Dans une perspective de long terme, KBC est attractive, mais nous préférons attendre une baisse de cours pour prendre une position à moyen terme.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	32,80 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	27,60 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,7
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	11,8
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	11,1
Rendement net :	3,0 %
Endettement :	25/11
Prochains résultats :	

■ Analyse Technique

Des moyennes mobiles à la hausse, un MACD positif et croissant ... Si seulement les stochastiques n'étaient pas en zone de surévaluation technique ... On attendra donc une baisse du cours, tout en se rappelant que la volatilité de la valeur ne permet qu'un trading entre 53,80 et 56,90 EUR, soit 5,7 %.

■ SUEZ (SZE - Euronext Paris) - Utilities - 18,32 EUR

■ Profil

Suez est le second plus grand groupe de fourniture d'eau au monde après Veolia, et un des plus grands groupes d'énergies (via Tractebel et Electrabel). Suez contrôle Electrabel à concurrence de 50,08 %. Le cashflow opérationnel, qui s'élève à 3,2 milliards d'Euro, se répartit comme suit sur la première moitié de l'année :

■ Electricité et Gaz en Europe :	44%
■ Electricité et Gaz International :	20%
■ Energie et services industriels :	9%
■ Environnement :	29%
■ Autres départements (déficitaires) :	-2%

80% du chiffre d'affaire a été réalisé en Europe (19,9 milliards d'Euros) et 9 % en Amérique du Nord.

■ Perspectives

Après la fusion avec la Lyonnaise des Eaux, le marché était très enthousiaste quant aux synergies promises entre les départements d'Energie et d'Environnement (Eau et déchets). Depuis 1998, le cours de Suez a grimpé jusqu'à des sommets jusqu'alors inconnus. Mais la combinaison de l'eau et de l'électricité ne produit pas seulement des étincelles, elle peut également provoquer des courts-circuits. Les résultats promis ne sont pas venus et le CEO (Gérard Mestrallet) n'a pu rester aux commandes qu'au prix de grands efforts. Le marché considère désormais Suez comme une simple entreprise fournissant des services d'utilités avec une croissance relativement basse. Suez est presque arrivée à la fin de son revirement stratégique, après s'être débarrassée des activités de communication et d'environnement et s'être réinvesti dans le pôle énergétique. Presque, car Electrabel sera tôt ou tard complètement repris par Suez, cette reprise dépendant fortement de la régulation du marché énergétique en Belgique. Au cours actuel d'Electrabel, nous ne pensons pas que Suez fera une offre, étant donné qu'elle n'a pas besoin du Cash flow d'Electrabel pour financer ses charges d'intérêt. A terme, Distrigaz devrait également être intégrée.

Les résultats semestriels ont montré pour la première fois les effets de la restructuration : le cashflow opérationnel est monté de 8,1 % (sans effet de consolidation), avec un apport majoritaire des départements d'Energie. Les analystes ont ainsi remonté durant les 4 dernières semaines leurs

attentes de bénéfices pour 2004 de 2,2 %. Le faible poids que représente l'Amérique du Nord (9 % du chiffre d'affaires) limite l'influence d'un dollar faible sur la rentabilité. Les prix croissants du pétrole sont quant à eux répercutés sur les clients (avec un retard de 3 à 6 mois).



■ Notre opinion

Suez est correctement valorisée. Son évolution dépendra plus de la tendance générale du marché. Des rumeurs de marchés concernant la reprise d'Electrabel peuvent influencer le cours. Nous ne nous attendons pas à ce que Suez entreprenne quoi que ce soit tant que Elia, la filiale d'Electrabel, n'est pas cotée en bourse (prévue pour 2005). Nous attendons un recul à 16 EUR pour reprendre une position dans le titre, tout en faisant attention à son endettement.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	6,90 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	-0,60 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,6
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	16,5
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	15,9
Rendement net :	3,87 %
Endettement :	195 %
Prochains résultats :	3/11

■ Analyse Technique

Les moyennes mobiles sont bien orientées à la hausse. Le MACD à court terme vient d'effectuer un golden cross à l'achat, confirmé par la suite par un silver cross à l'achat. Mais les stochastiques sont proches de la zone de surévaluation technique. Le cours est quasiment au niveau de la bande supérieure de Bollinger. On attendra un recul du titre pour tenter un trading entre 17,67 et 18,42 EUR.

■ ELECTRABEL (ELEB - Euronext Bruxelles) - Utilities - 293,00EUR

■ Profil

Electrabel est le plus grand producteur d'électricité de Belgique avec une part de marché de 91 % en électricité et de 87 % en gaz. Après un rachat coûteux aux Pays-Bas, Electrabel a mené une politique prudente d'expansion (principalement en France, en Allemagne et en Italie). Suez est le principal actionnaire d'Electrabel avec 50,08 % des actions.

Le chiffre d'affaires d'Electrabel, qui s'élève à 6,1 milliards d'euros, s'est reparti durant la première moitié de 2004 entre :

■ Electricité et Gaz Belgique :	51%
■ Electricité et Gaz Europe :	18%
■ Wholesales :	13%
■ Services & Other :	18%

■ Perspectives

Le cash flow opérationnel s'est amélioré de 7 % durant la première moitié de l'année (sans effets de consolidation) à 1,2 milliards d'Euros. Le bénéfice opérationnel s'est même accru de 17 % à 1,2 milliard d'Euros. Mais attention. Cette croissance importante provient essentiellement d'amortissements moins importants. En effet, les installations nucléaires, qui datent de la période 1970-80, sont quasiment entièrement amorties. Néanmoins, cela n'a aucun effet sur le cashflow et donc sur la valorisation de la société.

Sur le marché domestique, Electrabel résiste très bien à la libéralisation du marché. Après l'ouverture du marché en région flamande le 1er juillet 2003, sa part de marché est passée de 78,9 % à 72,6 %. Au même moment, Electrabel profite de cette libéralisation pour s'étendre en Europe, principalement dans le secteur des entreprises où les marges sont plus faibles : 47 % des volumes sont réalisés hors Belgique (principalement les Pays-bas, la France et l'Italie). L'expansion européenne se produit en partie grâce à Suez. En France, Electrabel se constitue petit à petit une belle position dans la Compagnie Nationale du Rhône (Société publique). En Pologne et en Hongrie, Electrabel a repris les participations de Tractebel à un prix raisonnable.

Quant à sa reprise éventuelle par Suez, nous ne l'attendons pas tant que les deux points suivants ne sont pas résolus. Tout d'abord, une pression politique est régulièrement exercée afin de diviser Electrabel en plus petites unités de production afin de créer une réelle concurrence en Belgique.

Ensuite, l'introduction en Bourse de sa filiale en charge de la gestion du réseau de la haute tension, Elia, est attendue pour 2005.

Récemment, le CEO d'Electrabel, Willy Bosmans, a été remplacé par Jean-Pierre Hansen, CEO de Tractebel et second homme fort de Suez. En conclusion, ces différents éléments ont conforté les analystes dans leurs prévisions qui restent stables, tant pour 2004 que pour 2005.



■ Notre opinion

Le cours d'Electrabel a certes bien performé ces derniers temps, mais principalement pour des raisons spéculatives. Nous ne pensons pas que Suez fera une offre de reprise aux cours actuels et nous ne prendrons pas de nouvelles positions dans ce titre. La valorisation est relativement haute pour le secteur d'activité (PER estimé de 16,2). Nous sommes vendeur du titre entre 290 et 310 EUR.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	94,70 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	66,10 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	3,1
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	17,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	16,2
Rendement net :	3,83 %
Endettement :	40 %
Prochains résultats :	1/3

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme vient de connaître une inflexion à la baisse, suivie par un silver cross à la vente. Parallèlement, les stochastiques décroissent également. La situation technique à court terme est donc négative. La volatilité du titre étant relativement faible, limitant ainsi les possibilités de trading à moins de 4% de plus-values potentielles, l'investisseur actif à court terme utilisera plutôt la société mère Suez.

■ VOLKSWAGEN (VOW - Frankfurt) - Automobiles - 34,99 EUR

■ Profil

Le groupe Volkswagen dispose d'une part de marché du secteur des voitures pour particuliers de 12,1 % au niveau mondial et vend chaque année plus de 5 millions de véhicules. Le groupe compte 337.000 collaborateurs. Le Groupe exploite plusieurs marques dont Skoda, VW, Audi, Seat, Bentley, Bugatti et Lamborghini.

Durant les trois premiers trimestres de l'année, le bénéfice opérationnel de Volkswagen s'est élevé à 1,5 milliards d'Euros et s'est réparti entre :

■ VW :	-3% (déficiaire)
■ Audi :	60%
■ Véhicules commerciaux :	-11% (déficiaire)
■ Autres :	2%
■ Services financiers :	52%

■ Perspectives

Sous la direction de l'ancien CEO, F. Piech, Volkswagen a mené une expansion agressive, principalement dans le secteur du luxe. Cela semble étonnant compte tenu du profil de la société. Bugatti, Bentley et Lamborghini ont ainsi été les trophées (chèrement payés) de cette politique. Jusqu'à présent, la rentabilité n'a pas été au rendez-vous. Un malheur ne venant jamais seul, la nouvelle Golf n'a pas été un grand succès lors de son lancement et ses conditions de vente ont dû être revues drastiquement. Les derniers résultats (sur les 9 mois de 2004) montrent clairement les conséquences de cette politique : le résultat opérationnel est tombé de 28 % à 1,5 milliards d'Euros et le chiffre d'affaires a seulement cru de 5,1 % à 67,4 milliards d'Euros. Il s'agit là du 7^{ième} trimestre d'affilée affichant une baisse du bénéfice. Pourtant, le groupe Volkswagen a vendu 3,4 % de véhicules de plus sur les 9 derniers mois (soit 3,8 millions), mais en Chine, la part de marché du Groupe est tombée de 54 à 26 %.

Volkswagen tente par tous les moyens de diminuer ses coûts. Les négociations avec les puissants syndicats n'avancent guère pour le moment. Pour 2010, Volkswagen veut diminuer les coûts salariaux en Allemagne de 30 %. Les syndicats demandent quant à eux une hausse des salaires de 2 % (contre 4 % au départ de la négociation). Il y a de la marge ... Le 12 novembre prochain, le Conseil d'Administration décidera des plans d'investissement, ce qui implique un accord avec les syndicats avant cette date.

La direction ne s'attend pas à une amélioration en Amérique du Nord, où les ventes ont diminué de 10 %. Volkswagen ne participe pas à la guerre des prix entre GM, Ford et Chrysler.

Malgré tout, le consensus des attentes n'a pas fortement diminué (respectivement -1,2 % et -2,3 % pour 2004 et 2005).



■ Notre opinion

La valorisation de Volkswagen n'est pas exagérée, mais l'entreprise reste dans une position inconfortable (dette importante, discussions avec les syndicats, marchés difficiles). Pourtant, nous pensons que les mauvaises nouvelles sont désormais intégrées dans le cours. Nous accumulons dès lors sans hâtes le titre au niveau de cours actuel. L'évolution des discussions avec les syndicats auront une importance significative sur le cours de bourse à court terme.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	76,90 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	50,30 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	0,5
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	17,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	9,9
Rendement brut :	3,00 %
Endettement :	247 %
Prochains résultats :	8/3

■ Analyse Technique

La volatilité du titre nous permet d'effectuer des allers et retours entre 32,22 et 35,98 EUR, soit une plus-value potentielle de 11,66 %. Le MACD à court terme vient de se retourner à la hausse et est confirmé par un silver cross à l'achat, mais les stochastiques sont déjà élevés. On attendra un recul à 33 EUR.

Gestion de Fortune

08 NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,8

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

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

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

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

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

long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds - World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élevait au 29 octobre 2004 à 102,11 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	94,74%
cash	0%	5,26%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	30,10%	14,02%
Am. Nord	57,60%	40,98%
Pac. & Em.	12,30%	14,01%
Secteurs	-	25,74%

PROFILE DE RISQUE : portefeuille très dynamique	
Risque de devise :	important
Risque de marché :	important
Degré de risque (1 à 5) :	5 (élevé)

TOP 10 des gestionnaires de fonds sélectionnés	
Europe	JP Morgan Fleming Small Caps
	Nordea European Value
	ING Euro High Yield
Amérique du Nord	Nordea North America
	Axa Rosenberg USA
	Vanguard US 500 Stock Index
Asie et émergents	First State Asia Pacific
	Panda Sicav
Sectoriel	State Street Emerging Markets
	JP Morgan Fleming Global Healthtech

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés. Nous restons sur une position en Nokia prise à 12,81 EUR dans les portefeuilles offensifs et agressifs. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations.

■ **Mardi 23 Novembre 2004 : Séminaire**

Comment sécuriser mon portefeuille boursier ?

Lieu : Villa d'Este - Haine-Saint-Paul
 Horaire : 19h
 Langue : Français
 Orateur : Olivier Leleux - Administrateur délégué
 Inscription : Agence de La Louvière - Madame Murielle Hellebosch - Tel : 064/22.19.08

■ **Mercredi 24 Novembre 2004 : Séminaire**

Comment sécuriser mon portefeuille boursier ?

Lieu : Golf des 7 Fontaines - Braine-L'Alleud
 Horaire : 19h
 Langue : Français
 Orateur : Olivier Leleux - Administrateur délégué
 Inscription : Agence de Waterloo - Monsieur Vincent Depraet - Tel : 02/357.14.00

■ **Mardi 1er Décembre 2004 : Séminaire**

Introduction générale à l'analyse technique

Lieu : Oostkamp
 Horaire : 19h
 Langue : Néerlandais
 Orateur : Tom Verlinde - Chargé de Clientèle
 Inscription : Agence de Brugge - Monsieur Philippe Vanherpe - Tel : 050/34.00.00

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

	Siège Social	
BRUXELLES	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
	Siège Administratif	
SOIGNIES	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	Agences	
AALST	Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 12	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 22 04 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAINTONT	Rue de Bertaintont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

Internet: <http://www.leleux.be>
 E-Mail: webmaster@leleux.be

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 Octobre 2004