

Edito

Le 2 novembre dernier, les électeurs américains ont massivement voté en faveur de Georges W. Bush et lui ont ainsi donné un second mandat en tant que Président des Etats-Unis d'Amérique. Globalement, cette nouvelle a été positivement perçue par les marchés. Mais la réélection de George W. Bush n'explique pas à elle seule la bonne tenue des marchés. Outre l'approche de la fin d'année et de son désormais traditionnel phénomène de window dressing, nous avons assisté durant ce mois de novembre aux annonces de nombreux résultats de sociétés, et dans de nombreux cas, à des résultats meilleurs qu'attendus.

La performance positive sur un an de tous les marchés boursiers (voir les données ci-contre) et ces bons résultats des entreprises ne doivent pas nous faire oublier que les problèmes économiques fondamentaux américains sont toujours là : déficits énormes tant pour la balance commerciale que pour le déficit budgétaire, endettement colossal ... L'investisseur particulier doit, dans la gestion de son patrimoine, continuer comme par le passé à faire preuve de prudence et de bon sens. Prendre plus rapidement son bénéfice, se contenter de plus-values plus faibles pour éventuellement retenter une seconde fois l'opération, placer des ordres stop loss sur les positions ouvertes, diversifier convenablement son portefeuille, voilà tant de recommandations que nous vous invitons à suivre en cette fin d'année. Nos 60 chargés de clientèle se tiennent bien entendu à votre disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h pour vous y aider.

Une des manières de diversifier et de couvrir son portefeuille consiste en l'utilisation de produits dérivés. Dans ce cadre, notre Maison a le plaisir de vous annoncer l'ouverture d'un nouveau lien automatisé vers Euronext Liffe Amsterdam, le marché néerlandais des produits dérivés. Depuis le lundi 29 novembre dernier, nous avons l'honneur de vous proposer en première en Belgique l'accès en temps réel aux 5500 produits dérivés néerlandais, et ce sans intervention humaine.

Nous évoquerons à de nombreuses reprises dans cette dernière revue mensuelle de 2004 la situation économique mondiale. Notre attention sera principalement retenue par un nouveau record établi cette année, non pas l'évolution spectaculaire du prix du baril de pétrole, mais l'appréciation continue de l'Euro face au dollar, ou plutôt la dépréciation du dollar américain sur les marchés des changes internationaux. Nous étudierons entre autres l'impact de cet affaiblissement du dollar sur le marché euro-obligataire et sur l'économie européenne en général.

Il me reste à vous présenter, au nom du Conseil d'administration de Leleux Associated Brokers et au nom de nos 89 collaborateurs, nos meilleurs vœux de santé, de bonheur et de prospérité pour 2005. Dès aujourd'hui, nous nous engageons à vous offrir l'année prochaine un service encore meilleur que celui que nous vous avons proposé en 2004. Votre satisfaction sera en 2005 plus que jamais notre plus belle récompense.

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)	339,55	+2,74% ⁽¹⁾	+0,56% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	2.879,83	+3,39% ⁽¹⁾	+28,32% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	3.776,56	+1,88% ⁽¹⁾	+6,15% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	4.148,88	+4,76% ⁽¹⁾	+4,63% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	4.739,50	+2,49% ⁽¹⁾	+5,87% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	5.543,80	+3,36% ⁽¹⁾	+1,02% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	2.755,47	+2,36% ⁽¹⁾	+3,58% ⁽²⁾
DJII (USA)	10.528,07	+4,99% ⁽¹⁾	+0,71% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	2.107,18	+6,69% ⁽¹⁾	+5,18% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	9.040,81	+1,92% ⁽¹⁾	+9,97% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	10.833,75	+0,58% ⁽¹⁾	+1,47% ⁽²⁾
MSCI World	1.132,96	+5,62% ⁽¹⁾	+9,33% ⁽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)

0,75 -3,68%⁽¹⁾
 -5,35%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,43 -0,56%⁽¹⁾
 +0,73%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,73 -0,73%⁽¹⁾
 -1,01%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,46%⁽¹⁾
 +3,46%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,46 +0,04%⁽¹⁾
 +0,25%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,66 +0,87%⁽¹⁾
 +2,91%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 +1,65%⁽¹⁾
 -0,42%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,64 -0,37%⁽¹⁾
 +4,11%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,23 +1,68%⁽¹⁾
 +4,39%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +6,35%⁽¹⁾
 +17,29%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +0,15%⁽¹⁾
 +6,64%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,47%⁽¹⁾
 +1,11%⁽²⁾

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

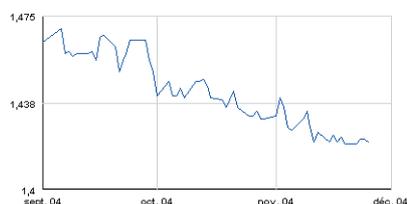
USD/EUR

Le dollar a connu une forte baisse de 3,4 % sur le mois écoulé. Après avoir misé sur une potentielle hausse des taux d'intérêt justifiée par une forte croissance économique, le marché se focalise à nouveau sur les aspects fondamentaux de l'économie américaine. Une économie forte n'apporte en effet aucune solution au déficit de la balance commerciale, que du contraire. Le dollar en subit les conséquences.



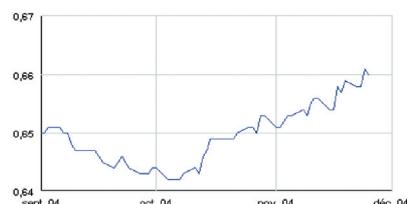
GBP/EUR

Les taux d'intérêt sont à leur plus haut niveau et le marché immobilier continue à baisser légèrement. Deux phénomènes qui expliquent la lente baisse de la livre sterling contre l'Euro.



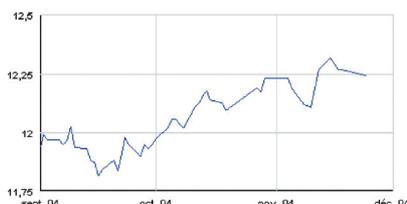
CHF/EUR

Les cambistes ont spéculé durant le mois dernier sur la publication de chiffres excellents pour la croissance économique en Suisse. Cependant, la croissance est un peu plus basse qu'attendue (0,4 % contre 0,5 %). Il faut y voir l'impact des cours élevés du pétrole, étant donné que la Suisse dépend fortement de la zone Euro.



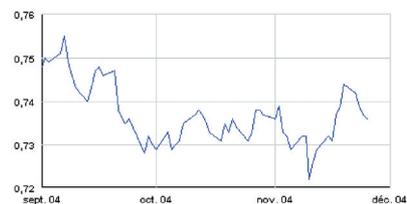
NOK/EUR

La couronne norvégienne est restée stable durant le mois de novembre. La banque centrale a d'ailleurs maintenu son taux d'intérêt à court terme à 1,75 %, car l'inflation est restée en dessous de son objectif de 2,5 %. La politique de la couronne norvégienne forte permet ainsi à la banque centrale norvégienne de garder sous contrôle le niveau des prix.



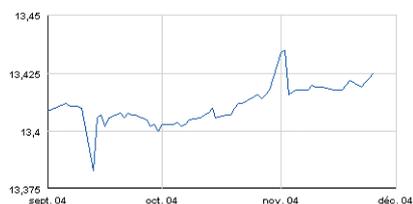
JPY/EUR

Le yen japonais a été assez volatile durant le mois écoulé. En octobre, les exportations avaient cru de 11,8 %, atteignant un niveau record et renforçant ainsi le surplus de la balance commerciale à 11,3 milliards de dollar (+ 8,8 %). Nous ne nous attendons pas à de forts mouvements du yen contre l'Euro, mais bien à un soutien renforcé du yen contre le dollar.



DKK/EUR

La couronne danoise continue de rester dans la bande de 2,25 % autour de l'Euro (tel que prévu dans les critères de convergence du Traité de Maastricht).



Euro-Obligations

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

Les Etats-Unis utilisent savamment leur ultime arme économique depuis des mois : le dollar. Objectif à moitié avoué : faire chuter le dollar afin de relancer la croissance US, par le jeu des exportations. La psychologie de marché vient de prendre le relais, accentuant le mouvement baissier. Aujourd'hui, tout le monde se méfie du dollar, les Etats-Unis doivent assainir. La spéculation à la baisse va bon train. Mais la glissade spectaculaire du dollar ne fait pas que des heureux, surtout sur le Vieux Continent. Les produits américains sont de moins en moins chers (près de 40% de baisse en quatre ans !), et les Européens vendent de plus en plus difficilement.

Ceci étant dit, quel est l'impact de cette guerre de concurrence sur les détenteurs d'obligations en EUR ? L'Euro pulvérise tous les records contre dollar. Cette envolée non contrôlée de notre monnaie pèse malheureusement de tout son poids sur la croissance économique de l'Union. Nous ne

sommes pas (plus) assez compétitifs. Si nous inversons le point de vue, n'oublions pas que les prix de nos produits se sont envolés de près de 40% en quatre ans, contre dollar.

Il est hautement probable que la croissance économique européenne restera sous pression. Et si la croissance est aux « abonnés absents », cela interdit pratiquement toute hausse des taux longs européens. Nous anticipons donc des taux plus maigres... Pour les détenteurs d'obligations longues, cela pourrait constituer une bonne nouvelle. Au vu des conditions actuelles (+/- 4% sur les taux à 10 ans), la perspective de conditions plus faibles encore laisse entrevoir de belles plus-values sur les cours.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1704% +16,54 ⁽¹⁾ +13,04 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,7719% -5,31 ⁽¹⁾ -51,41 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

2,2015% +48,05 ⁽¹⁾ +124,65 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,2343% +24,13 ⁽¹⁾ +26,13 ⁽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	Fortis Lux Finance	3,400 %	22/10/2010	101,97	3,03	A2
EUR	Bouygues	4,375 %	29/10/2014	100,75	4,28	A-
EUR	Volkswagen	4,875 %	22/05/2015	102,95	4,45	A
PLN	Bayerische LDBK	14,00 %	02/06/2005	103,55	6,33	AAA
PLN	Depfa Bank plc	6,250 %	24/02/2009	99,320	6,43	AA-
HUF	IBRD	9,000 %	16/12/2005	101,32	7,64	AAA
HUF	KBC Ifima	8,875 %	10/01/2007	100,93	8,35	NR
NOK	Kommunalbanken	4,000 %	02/11/2011	102,80	3,53	AA
SEK	Deutsche Bahn	5,500 %	08/10/2008	107,15	3,48	A
GBP	Tesco Plc	6,000 %	13/06/2008	103,05	5,03	A+
GBP	RWE Finance	4,625 %	17/08/2010	97,430	5,15	A+
NZD	Swedish Export Credit	6,250 %	19/12/2007	101,11	6,58	AA+
NZD	European Invest. Bank	6,500 %	10/09/2014	100,20	6,23	AAA
AUD	Helaba Intl. Finance	5,000 %	30/07/2008	97,860	5,65	AA+
AUD	Total Capital	6,000 %	30/12/2009	101,92	5,56	AA
USD	Republic of Italy	4,375 %	15/06/2013	101,24	4,20	AA-
USD	Council of Europe	4,500 %	30/06/2014	100,80	4,39	AAA
CAD	National Australia Bank	4,750 %	28/11/2008	102,40	4,09	AA-
CAD	Eurofima	4,875 %	04/12/2012	101,23	4,69	AAA
ZAR	European Invest. Bank	8,500 %	12/12/2007	102,31	7,62	AAA
ZAR	LDBK Baden Wuert.	8,500 %	12/11/2010	101,10	8,25	A+

Economies

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

■ Etats-Unis

Il semble bien que le ministre américain des finances, John Snow, ait décidé de laisser libre cours à l'évolution du dollar. En effet, après avoir fleurté le mois passé avec son niveau le plus bas de février 2004, la devise américaine a confirmé clairement sa nouvelle orientation : à la baisse. Jusqu'il y a peu, John Snow répétait à qui voulait l'entendre que les Etats-Unis suivaient une politique du dollar fort, ce qui impliquait dès lors une intervention des autorités dans la tenue du cours de leur devise. Peu avare de contradictions, le même John Snow reconnaissait au même moment l'efficacité de marchés monétaires ouverts et compétitifs dans la fixation des cours de change. Cette dernière déclaration a suffi pour renvoyer le dollar vers des nouveaux records de baisse par rapport à l'Euro.

Tout est bien entendu relatif. Sur le long terme ⁽¹⁾, nous n'avons pas encore franchi de record. Le dollar se tient en effet à son niveau de la première moitié des années nonante. Son point le plus bas date de septembre 1992 avec un cours de 0,6940. Il nous reste donc une marge de 10 % avant d'atteindre ce niveau fatidique. Les indices les plus équilibrés utilisant le dollar nous donnent une image similaire : nous nous trouvons encore à plus de 5 % du point le plus bas de septembre 1992. Cependant, pour la première fois, les autorités publiques ont admis ce que la plupart des intervenants du marché savaient déjà : un déficit de la balance commerciale trop élevé entraîne une baisse du cours de la devise, et ce conformément aux lois macro-économiques. Aussi, plus forte sera l'économie américaine, plus important sera le niveau des importations, et donc plus grand sera le déficit de la balance commerciale. Or, le niveau important de l'endettement des agents économiques aux Etats-Unis ne permet pas d'augmenter fortement les taux d'intérêt et d'ainsi tenter d'enrayer la chute du billet vert. Nous nous attendons dès lors à connaître un dollar faible accompagné d'une hausse de l'inflation principalement engendrée par des produits importés à des prix plus élevés.

La cerise sur le gâteau consistera en l'appréciation inévitable de la devise chinoise : les importations chinoises vont devenir plus chères. Ce sera entre

autre une mauvaise nouvelle pour Walmart, grand importateur de biens chinois. Mais un bon 30 % du déficit de la balance commerciale américaine est précisément réalisée avec la Chine. Le dollar va donc devoir corriger fortement pour faire baisser ce déficit. Dans le marché, une forte spéculation sur l'appréciation du Yuan pour fin 2005 est d'ailleurs déjà présente.

Cette inflation importée n'est pas encore palpable. Au contraire. Les prix à l'importation, à l'exception du pétrole, ont même diminué légèrement durant le mois d'octobre (- 0,2 %). Ceci signifie que les exportateurs étrangers ne peuvent pas encore compenser le niveau bas du dollar. Le niveau général des prix reste actuellement sous contrôle : les prix à la consommation n'ont cru que de 3,2 % sur une base annuelle (2 % si nous ne tenons pas compte des prix des énergies). Le consommateur américain n'est donc pas encore confronté aux effets négatifs d'un dollar faible, tant que les entreprises domestiques et étrangères ne répercutent pas encore sur leurs prix le coût élevé du pétrole et la baisse du dollar.

■ Zone Euro

Un dollar plus bas et des prix pétroliers plus hauts commencent à peser sur le moral européen. L'indicateur de confiance pour l'Europe est descendu fortement de 37,6 à 22,1, ce qui l'amène à un niveau inférieur à celui de novembre 2002. Au même moment, le sentiment de confiance des consommateurs reste stable, comme l'indique notamment l'indicateur de la Commission Européenne pour l'ensemble de l'année 2004. Le sentiment de confiance des consommateurs belges a pourtant diminué à nouveau en novembre, ainsi que la confiance des entrepreneurs. En tant que pays exportateur, la Belgique reste très sensible aux variations des taux de change.

■ Japon

Le sentiment de confiance japonais monte à nouveau en octobre. Ce sont surtout les attentes plus optimistes au niveau des croissances des revenus et des offres d'emplois qui ont permis ce redressement.

¹ Pour les années antérieures à 1999, l'Ecu (panier de devises européennes) a été substituée à l'Euro, celui-ci n'étant créé que le 1^{er} janvier 1999 au cours de un Euro pour un Ecu.

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

Parmi les secteurs de l'indice DJ Stoxx 50 en hausse durant ce mois de novembre, les valeurs financières et les sociétés de télécommunication sortent du lot. Au niveau des valeurs en baisse, nous retrouvons principalement les valeurs pharmaceutiques anglaises (Astra et Glaxo).



■ Nikkei 225

Le secteur des valeurs technologiques aura été de loin celui fournissant les plus fortes hausses du Nikkei. Dans les perdants du mois de l'indice japonais, on retrouve notamment Kyocera.



■ S & P 500

Au sein de l'indice américain S&P 500, les plus belles hausses sont à attribuer aux titres Altria (attente d'une division en deux ou trois entités), Exxon (prix du pétrole), Général Electric et Dell. Pfizer fait par contre partie des actions qui ont perdu des plumes, comme Microsoft suite au paiement d'un dividende exceptionnel.



■ FTSE 100

A l'instar de l'indice européen Stoxx 50, Astra et Glaxo se retrouvent également à la fin du peloton. L'indice anglais FTSE a été surtout poussé par les valeurs actives dans les matières premières, telles que BP, Shell, BHP Billiton ou Rio Tinto.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des acheteurs dans l'industrie (ISM)	57,0	56,8	01/12
USA	Indice de confiance des acheteurs dans les services (ISM)	58,5	59,8	03/12
EU	Indice des prix à la production pour la Zone Euro (PPI)	4,0%	3,4%	02/12
EU	Réunion de la BCE sur les taux directeurs	2,00%	2,00%	02/12
USA	Nouveaux jobs créés (hors agriculture)	200.000	337.000	03/12
Japon	Dépenses familiales	n/a	-1,0%	07/12
Japon	Produit National Brut (PNB)	n/a	0,1%	08/12
USA	Indice des prix à la production hors énergie et alimentation (PPI)	0,2%	1,7%	10/12
Japon	Indice de confiance des consommateurs	n/a	47,7	10/12
USA	Confiance des consommateurs par l'Université du Michigan	95,5	92,8	10/12
USA	Balance commerciale	n/a	- \$51,6 Md	14/12
USA	Réunion de la Fed sur les taux directeurs	2,25%	2,00%	14/12
USA	Importation de capital nette	n/a	\$63,4 Md	15/12
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (CPI)	n/a	0,2%	17/12

Analyses de valeurs

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

■ BARCO (BAR - Euronext Bruxelles) - Produits de Technologie - 68,50 EUR

■ Profil

Barco produit des systèmes électroniques de visualisation. Leur gamme de produits comprend, outre les écrans LCD et les projecteurs LED, des produits de compression digitale et des systèmes d'inspections industrielles.

Durant le troisième trimestre 2004, le chiffre d'affaires de Barco a été réalisé dans les régions suivantes :

■ Europe / Moyen Orient / Afrique :	52%
■ Amérique :	33%
■ Asie :	15%

La société d'investissement régionale flamande (GIMV) est le plus grand actionnaire individuel avec environ 9 % des actions.

■ Perspectives

Au troisième trimestre, le chiffre d'affaires a cru de 8,9 % à 158,10 millions d'euros. En excluant la chute du dollar, la croissance aurait été de 12 %. Le bénéfice net courant atteint 10,70 millions d'euros, en hausse de 42,7 %. Barco n'a cependant pas divulgué l'impact des changements intervenus dans sa structure (4 reprises et 2 ventes), ce qui ne permet pas de connaître sa croissance organique. Le plus gros apport au bénéfice vient à nouveau des systèmes de visualisation (BarcoView), grâce à une forte croissance dans les domaines médicaux (près de 33 %). La même division reste cependant avec des faibles commandes de la part du secteur de la défense. La division Média & Entertainment s'attend à ce que le lancement du cinéma digital aux Etats-Unis soit posposé de 6 mois. En Europe et en Asie, la vague de la digitalisation arrive peu à peu.

Les commandes dépassent pour le septième trimestre consécutif le chiffre d'affaires (Book/Bill ratio = 1,01), ce qui rend la direction de la société confiante pour les trimestres à venir. Les commandes ont ainsi cru de 8,1 %, ou de 11,5 % en excluant la baisse du dollar. Les

attentes de bénéfices sont restées stables sur les 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

L'action Barco est correctement évaluée et nous attendons une journée de baisse des marchés pour acheter le titre aux alentours de 65 EUR, avec comme objectif de cours 75/80 EUR.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	31,10 EUR
Valeur Actif Nef Tangible :	24,30 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,2
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	17,2
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	15,3
Rendement brut :	2,9 %
Endettement :	15 %
Prochains résultats :	17/2

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme vient d'effectuer un golden cross à l'achat et continue de croître. Mais un début d'inflexion à la baisse semble se profiler. Les stochastiques à 8 jours sont encore plus clairs : nous sommes clairement dans une phase de surévaluation technique et l'inflexion à la baisse vient d'avoir lieu. Quant aux bandes de Bollinger, le cours étant situé au-dessus de la bande haute, l'investisseur prudent attendra le retour auprès de la bande basse (65,07 EUR) pour tenter un trading entre 65 et 69,01 EUR, soit 6,10 % de plus-value potentielle.

■ AGFA (AGFB - Euronext Bruxelles) - Produits de Technologie - 23,59 EUR

■ Profil

Agfa-Gevaert produit l'appareillage pour l'imagerie électronique médicale, la pré-presse et l'infrastructure d'impression en offset, ainsi que des films (cinéfilms, microfilms, ...). La division Consumer Imaging (Films photos et appareils photos) a été vendue en novembre. L'apport de chaque division (sans la division Consumer Imaging) au bénéfice brut opérationnel a été le suivant :

■ Soins de santé :	65,3%
■ Systèmes graphiques :	30,3%
■ Produits spéciaux :	4,4%

■ Perspectives

Le 18 novembre dernier, Agfa a publié ses résultats pour le 3ème trimestre. Le chiffre d'affaires était plus bas qu'attendu suite à l'effet de l'appréciation de l'euro sur le marché des changes et à une mauvaise évolution de la section Consumer Imaging. La perte réalisée par cette division ne sera dès lors plus à prendre en compte suite à sa vente en novembre. Nous nous souvenons d'ailleurs que le précédent CEO d'Agfa, Klaus Seeger, avait déjà voulu vendre cette division en 2001. Il semble que les esprits n'étaient pas encore prêts alors à envisager la perte de cette activité historique. Ce fût finalement le CEO qui disparut et non la division. Trois ans plus tard, le bouton a été finalement enfoncé et la division vendue. Nous sommes d'avis qu'Agfa a perdu énormément de temps et d'argent suite à cette hésitation.

La croissance organique du chiffre d'affaires développé par les Soins de Santé laisse à désirer (1 %). Cette faible croissance est due à la pression sur les prix engendrée par le renouvellement d'un contrat auprès d'une centrale d'achat américaine. Couplé à une forte hausse du prix de l'argent, la marge opérationnelle de la division a ainsi connu une forte baisse à 14,1 % (au lieu de 18,9 %). La division Systèmes Graphiques a fourni une croissance organique du chiffre d'affaires de 3,4 %, mais elle a vu également ses marges baisser de 6 à 5,6 %. Agfa s'attend à une stabilisation et à un redressement du marché graphique. Agfa

peut encore conclure quelques contrats en Asie et en Italie. De par la reprise récente de l'Italien Lastra, Agfa est devenu le plus grand producteur au monde de plaques d'impression.



■ Notre opinion

Agfa n'est pas dans un secteur de croissance. La croissance organique est basse et les marges bénéficiaires ne peuvent être sauvées que par le maintien d'une politique de réduction des coûts. En 2005, plusieurs effets positifs devraient apparaître suite à cette politique. Si les possibilités de synergies avec la société nouvelle achetée GWI se concrétisent, Agfa peut parvenir à une évolution positive. D'ici là, nous restons à l'écart de l'action. Aux alentours de 22 EUR, l'action peut être accumulée.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	8,3 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	8,2 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,9
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	18,3
Ratio Cours/Bénéfice estimé (PER) :	13,3
Rendement brut :	1,1%
Endettement :	46 %
Prochains résultats (2004) :	10/3

■ Analyse Technique

Après la chute importante de son cours à la mi-novembre, le titre nous a donné les prémices d'un beau signal de hausse, avec une inflexion du MACD à court terme se dirigeant vers un silver cross, des stochastiques à 8 jours en zone de sous-évaluation technique et une volatilité permettant un trading entre 22,01 et 26,97 EUR.

ROYAL DUTCH SHELL (RDA - Euronext Amsterdam) - Energie - 43,40 EUR

Profil

Royal Dutch Shell contrôle 60 % du groupe Shell. Au milieu de 2005, Royal Dutch Shell fusionnera avec Shell Transport (UK) afin d'obtenir une structure de groupe. Shell Transport contrôle momentanément les autres 40 % du groupe Shell. Le bénéfice net du troisième trimestre se répartit comme suit :

■ Exploration et Production :	55%
■ Produits pétroliers :	35%
■ Chemicals :	13%
■ Gaz et énergie :	6%
■ Autre :	-9%

En 2003, le groupe avait un volume de production d'environ 3,6 milliards de barils de pétrole brut.

Perspectives

Nous pourrions rédiger une revue mensuelle entière dédiée à ce qu'on appelle aujourd'hui la saga Shell. Nous nous concentrerons plutôt sur les perspectives de l'action. Depuis le début de cette année, Shell a dû annoncer la diminution de ses réserves prouvées de pétrole de plus de 25 %. Ces réserves sont cruciales afin de maintenir un rythme de croissance soutenu dans la production de pétrole. La diminution de ces réserves oblige Shell à investir plus dans l'exploration des champs pétrolifères afin d'accroître à nouveau ses réserves. Afin de financer ces efforts, Shell va se débarrasser de deux divisions : la division LPG (pétrole liquide) et la joint-venture de production électrique américaine avec Bechtel. Au même moment, la division LNG (gaz naturel liquide) se développe très fortement.

Les résultats du troisième trimestre ont montré une forte croissance dans toutes les divisions. Ainsi, le bénéfice net a augmenté de 120 % pour atteindre 5,4 milliards de dollar. Les prix en hausse du pétrole et du gaz sont les principaux responsables de ce beau résultat, même si une hausse du volume est également à noter. Pour l'année prochaine, Shell s'attend à une croissance de son volume de 3,9 % à 3,75 milliards de barils de pétrole brut.

Quant aux analystes, les attentes bénéficiaires pour 2005 ont légèrement augmenté durant le mois de novembre (+3%).



Notre opinion

Sans sous-estimer les problèmes mentionnés ci-dessus, l'action peut encore profiter de la forte hausse des prix du pétrole. L'audit commandé afin d'enquêter sur les réserves disparues est toujours en cours et ne sera bouclé que le 3 février 2005. Probablement, il n'y aura plus de cadavres dans les placards. Nous craignons cependant que sur le long terme, Shell ne soit pas en mesure de remplacer ces réserves à temps. Le groupe se dit relativement confiant dans sa capacité de remplacer les réserves par de nouvelles découvertes de champs pétrolifères durant la période 2004 à 2008. La valorisation n'est pas trop élevée, mais à un prix du pétrole identique, il n'y aura plus de croissance du bénéfice l'année prochaine. En raison de la valorisation et du risque, nous éviterons cette valeur tant que la procédure d'audit n'est pas terminée.

Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	19,6 EUR
Valeur Actif Net tangible :	16,0 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,2
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	11,3
Ratio Cours/Bénéfice estimé (PER) :	12,1
Rendement brut :	4,1%
Endettement :	16,3%
Prochains résultats (2004) :	3/2

Analyse Technique

Le MACD à court terme est positif et en hausse après avoir marqué un silver cross à l'achat. Les Stochastiques sont quant à eux en train d'évoluer vers la zone de surévaluation technique. Tout semble bien se profiler pour Shell, à l'exception des bandes de Bollinger. En effet, non seulement le cours dépasse la bande haute, mais en plus, la faible volatilité du titre ne permet un trading qu'entre 42,31 et 43,44 EUR. On évitera donc cette valeur pour du trading à court terme.

■ TOTAL (FP - Euronext Paris) - Energie - 166,70 EUR

■ Profil

Total est un groupe intégré de chimie et de pétrole. Le groupe est actif tant dans la production, dans le raffinage et la vente de pétrole brut et de gaz, que dans la production et la vente de produits chimiques, de caoutchouc et de colle.

Le bénéfice net du troisième trimestre se répartit comme suit :

■ Upstream (exploration/production) :	64%
■ Downstream (raffinage/vente) :	22%
■ Produits chimiques :	6%
■ Reste :	8%

■ Perspectives

Total a communiqué une forte hausse de son bénéfice au troisième trimestre à 2,4 milliards d'euros, soit une hausse de 39%. Sans la chute du dollar, ce bénéfice aurait grimpé de 51 %.

Ce sont principalement les activités Upstream qui ont pu profiter du prix élevé du pétrole (bénéfice net en hausse de 23 %). Les activités Downstream ont quant à elles réussi à obtenir des marges plus élevées, grâce à des améliorations de productivité, ce qui a résulté en une hausse de leur bénéfice net de 82%. Les marges plus élevées ont cependant été en partie réduite par la faiblesse du dollar. La division Chimie a pu finalement délivrer la plus forte hausse du bénéfice avec + 369 %, mais pèse peu dans le résultat global du groupe. La forte croissance de cette division provient également d'une amélioration de la productivité et donc de meilleures marges.

Sur la période 2003-2008, Total s'attend à une croissance moyenne de plus de 4 % dans la production de pétrole brut. Etant donné que Total est relativement plus présente dans les régions de croissance que ses concurrents, il nous semble que l'objectif est réaliste. Il faut cependant noter que plus de la moitié de la production de Total provient de pays non-OESO. Il s'agit là d'un grand risque politique, mais Total a réussi à diversifier son portefeuille Upstream dans ces régions.

Les coûts de remplacement des réserves de Total représentant la moitié de ceux de Shell, Total offre un profil beaucoup plus attractif, avec une croissance plus forte et des coûts plus faibles. Durant le mois dernier, les attentes bénéficiaires ont été légèrement réhaussées (+1,8%).



■ Notre opinion

La valorisation de Total est comparable à celle de Shell, mais offre de plus belles attentes de croissance. De plus, la direction de Total ne cherche pas de projet de fusion avec un autre concurrent important. Total nous semble être une bonne affaire, la plus grande valeur ajoutée venant toujours d'un travail opérationnel de qualité. Aux cours actuels du pétrole, nous sommes acheteurs aux alentours de 165 EUR.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	52,4 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	46,4 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	3,2
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	12,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (PER) :	12,1
Dividende brut :	2,9 %
Endettement :	30 %
Prochains résultats (2004) :	17/2

■ Analyse Technique

Depuis son dernier golden cross à l'achat du 5 novembre dernier, le MACD à court terme semble hésiter tout en restant positif, multipliant ainsi les silver cross tant à l'achat qu'à la vente. Les stochastiques font de même, étant au milieu de la fourchette. Quant à la volatilité du titre, elle reste faible entre 163,53 EUR et 167,83 EUR, offrant ainsi un minuscule 4,40 EUR de plus-value potentielle, soit 2,69 %. Les investisseurs à la recherche de valeurs de trading éviteront momentanément ce titre pour leurs opérations d'achat-vente.

■ MARSH & MCLENNAN (MMC - NYSE) - Assurances - 28,70 USD

■ Profil

Marsh & McLennan (MMC) est une société holding composée de trois filiales : l'agent d'assurance et de gestion de risque (Marsh), la société de consulting (Mercer) et le gestionnaire de fortune (Putnam). Au travers de nombreuses reprises, Marsh est devenu le plus grand agent d'assurance au monde. MMC est contrôlé par la famille Greenberg, qui contrôle de surcroît l'American International Group (AIG), le plus gros assureur au monde. La plus grande partie du chiffre d'affaires et du bénéfice est réalisée par la filiale Marsh.

Le chiffre d'affaires (12,1 milliards de dollar) et le bénéfice opérationnel (2,6 milliards de dollar) se répartissent entre :

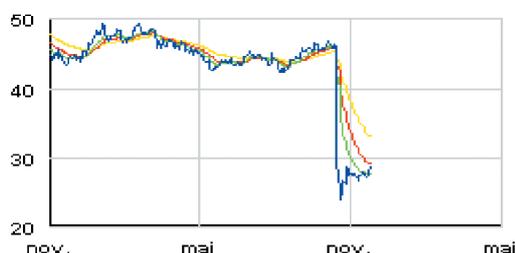
■ Marsh :	60% (CA) ; 72% (bénéfice)
■ Mercer :	24% (CA) ; 15% (bénéfice)
■ Putnam :	16% (CA) ; 13% (bénéfice)

■ Perspectives

Après un scandale il y a quelques années au sein de la filiale de gestion de fortune Putnam, c'était au tour de la plus grande filiale, Marsh, de défrayer la chronique le 14 octobre dernier. Le procureur des Etats-Unis Spitzer a ouvert une enquête sur de faux devis que Marsh aurait établis en collaboration avec d'autres assureurs. Grâce à ces faux documents, Marsh aurait recommandé à ses clients de souscrire aux assurances qui offraient les plus grandes marges à Marsh. Il va sans dire que l'intérêt du client n'y était pas. Immédiatement après l'annonce de l'enquête, Marsh a annulé tous les revenus des commissions mises en doute. Cela représente un montant de 845 millions de dollar par an, soit 7 % du chiffre d'affaires et surtout 33 % du bénéfice opérationnel. Aussitôt, les agences de cotations S&P et Moody's ont abaissé leur ratio respectivement à BBB et Baa2, soit deux niveaux seulement au-dessus du "junk bond". Moody's pourrait même revoir son rating à la baisse d'un niveau.

Pour compenser la perte des revenus, Marsh va licencier 3000 collaborateurs, soit 5 % de son personnel, ce qui devrait lui faire économiser 400 millions de dollar par an. A cet instant, l'impact net sur le chiffre annuel peut être ramené à 445 millions de dollar, ce qui représente encore 17 % du bénéfice opérationnel et 24 % du cashflow opérationnel. L'impact sur les attentes de croissance de Marsh est moins clair, ainsi que l'impact sur la clientèle.

MMC a récemment refinancé un prêt bancaire à concurrence de 2,7 milliards de dollar. Les banques qui ont accordé le crédit à MMC ont négocié des droits sur les actifs plus importants en cas de faillite que ceux des autres détenteurs d'obligations. Il semble bien que les plus gros détenteurs d'obligations ne soient pas rassurés par cette opération. Ce serait une raison supplémentaire pour abaisser à nouveau le rating de S&P, de Moody's ou de Fitch. Sur les 4 dernières semaines, le consensus des attentes a fortement baissé, respectivement de 21 et de 27 % pour 2005 et 2006.



■ Notre opinion

Il est évident que Marsh n'a pas commis de fraude comptable à l'instar de ce que Worldcom a connu, mais ces pratiques peu scrupuleuses pèseront certainement sur la rentabilité de la société. Fondamentalement, un cours de 30 USD est raisonnable, mais nous voyons le cours continuer à anticiper un règlement rapide avec le procureur Spitzer. La croissance du dividende à long terme reste donc une question ouverte, étant donné la perte de rentabilité engendrée par cette affaire. Et MMC réalisant 61 % de son chiffre d'affaires en dollar (contre 12 % seulement en euro), nous avons affaire à un véritable agent dollar. C'est une seconde raison pour être prudent à long terme.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	10,8 USD
Valeur d'actif net tangible :	- 0,7 USD
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,7
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	14,3
Ratio Cours/Bénéfice estimé (PER) :	14,5
Rendement brut :	4,7%
Endettement :	86%

Gestion de Fortune

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

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

■ Gestion défensive :

- 70 % en obligations
- 20 % en actions à long terme
- 10 % en actions à court terme

■ Gestion neutre :

- 60 % en obligations
- 25 % en actions à long terme
- 15 % en actions à court terme

■ Gestion offensive :

- 50 % en obligations
- 30 % en actions à long terme
- 20 % en actions à court terme

■ Gestion agressive :

- 40 % en obligations
- 30 % en actions à long terme
- 30 % en actions à court terme

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

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

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

long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds - World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élève aujourd'hui à 104,17 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 sur notre service de gestion de fortune.

Nous reprendrons notre cycle de conférences et de séminaires dès janvier 2005.

Toute l'équipe de Leleux Associated Brokers vous présente ses meilleurs vœux pour l'An Neuf.

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 12	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteeweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 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 26 Novembre 2004