

Edito

Les grandes manœuvres au niveau boursier ont repris de plus belle en ce début d'année. Vous vous souviendrez qu'en mars 2000, les bourses de Bruxelles, de Paris et d'Amsterdam réalisaient une première en décidant de concentrer leurs efforts au sein d'une même structure. Quelques mois plus tard, les premières réalisations techniques se mirent en œuvre et furent couronnées de succès. D'autres marchés ont décidé alors de rejoindre ce premier marché européen : ce fût le cas de la bourse de Lisbonne et du marché des produits dérivés anglais, le prestigieux Liffe, tous deux rachetés par Euronext. Mais Euronext ne fût pas le seul projet transnational. On se souvient de la tentative de rachat de l'Easdaq par le Nasdaq qui s'est terminée par la fermeture du marché européen des valeurs de croissance. On se souvient également du projet iX initié en 2000 par les bourses de Londres et de Frankfurt, en réponse à l'initiative prise par Euronext. Le projet fut rapidement abandonné.

Aujourd'hui, la bataille se concentre autour de la bourse de Londres. Le premier marché boursier européen est désormais convoité tant par la Bourse de Frankfurt que par Euronext. Deux éléments sont d'ores et déjà acquis. Tout d'abord, le marché perdant de cette bataille risque bien d'être minorisé à un point tel que sa survie même serait remise en cause. Même si la Bourse de Frankfurt a avancé ses pions la première dans ce dossier, il semble qu'Euronext reste bien positionné. Le choix final des actionnaires de la Bourse de Londres changera donc drastiquement le paysage boursier de l'Europe continentale. Deuxièmement, l'investisseur particulier gagnera dans les deux cas en transparence. En effet, tant le Xetra, le marché électronique de la Bourse de Frankfurt, qu'Euronext proposent aux intervenants de marché un modèle dirigé par les ordres, c'est-à-dire un carnet central des ordres de bourse des

intermédiaires financiers. La Bourse de Londres utilise quant à elle un modèle de marché dirigé par les prix, au travers de teneurs de marché. Ce modèle, s'il a le grand avantage d'être plus liquide qu'un marché dirigé par les ordres, a néanmoins le grand défaut du manque de transparence. De plus, il ne permet pas non plus aux intermédiaires boursiers de proposer à leurs clients des solutions de connexions en temps réel par Internet. Cette évolution se fera donc dans l'intérêt des investisseurs particuliers.

Dans ce monde boursier en pleine mutation, Leleux Associated Brokers tente chaque jour d'adapter son offre afin de vous faire bénéficier rapidement des avantages de ces évolutions. Ainsi, nous vous proposons depuis le début du mois de janvier une nouvelle revue de presse, la Leleux Press Review, plus claire et plus boursière. Grâce à cette revue qui vous est envoyée gratuitement par e-mail chaque jour avant 7 heures du matin, vous resterez informé des grandes nouvelles des sociétés cotées. N'hésitez pas à en parler à votre chargé de clientèle habituel qui se fera une joie de vous y abonner gratuitement.

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)	358,28	+2,93% ⁽¹⁾ +2,93% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	2.994,80	+2,12% ⁽¹⁾ +2,12% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	3.887,22	+1,73% ⁽¹⁾ +1,73% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	4.222,52	-0,79% ⁽¹⁾ -0,79% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	4.851,10	+0,76% ⁽¹⁾ +0,76% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	5.760,40	+1,18% ⁽¹⁾ +1,18% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	2.812,15	+1,35% ⁽¹⁾ +1,35% ⁽²⁾
DJII (USA)	10.467,40	-2,93% ⁽¹⁾ -2,93% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	2.047,15	-5,90% ⁽¹⁾ -5,90% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	9.174,41	-0,78% ⁽¹⁾ -0,78% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	11.320,58	-1,46% ⁽¹⁾ -1,46% ⁽²⁾
MSCI World	1.137,93	-2,69% ⁽¹⁾ -2,69% ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

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)

0,77 +3,58%⁽¹⁾
 +3,58%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,44 +2,03%⁽¹⁾
 +2,03%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,74 +3,13%⁽¹⁾
 +3,13%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -0,29%⁽¹⁾
 -0,29%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,44 -0,07%⁽¹⁾
 -0,07%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 -0,03%⁽¹⁾
 -0,03%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 +3,09%⁽¹⁾
 +3,09%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,62 +0,61%⁽¹⁾
 +0,61%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,31 +0,60%⁽¹⁾
 +0,60%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,25 -2,79%⁽¹⁾
 -2,79%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +0,16%⁽¹⁾
 +0,16%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,69%⁽¹⁾
 -0,69%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2004
(3) Cotation pour 100

USD/EUR

Après sa chute spectaculaire durant toute l'année 2004, le dollar américain s'est bien repris en janvier 2005 avec une hausse de 3,6 %. Le marché a en effet porté son attention sur la force de la croissance et a négligé les déséquilibres fondamentaux de plus en plus importants de l'économie américaine.



GBP/EUR

Les bons chiffres de la croissance britannique ont surpris les acteurs du marché et ont poussé dans le dos la livre sterling. Certains ont même cru à une augmentation des taux d'intérêt. Les exportations des biens industriels ont atteint leur plus haut niveau depuis 8 ans.



CHF/EUR

Un mois calme de plus pour la Confédération Helvétique, calme qui se traduit en une stabilité du taux de change du franc suisse. Les attentes pour l'économie suisse ont été revues à la baisse à 1,5 % (en lieu et place de 2 %). La Banque Centrale ne va donc pas remonter ses taux d'intérêt. Le taux à court terme est actuellement de 0,75 %.



NOK/EUR

La couronne norvégienne est restée relativement stable durant le mois écoulé, hormis une légère variation en fin de période. Il est vrai que l'actualité économique du Royaume a été très calme durant ce premier mois de l'année.



JPY/EUR

Le Yen japonais a accompagné le dollar américain dans sa remontée face à l'Euro. La devise japonaise a ainsi gagné sur un mois 3,1 %. Un prix du pétrole plus bas est certainement une bonne chose pour l'économie japonaise qui importe tout le pétrole qu'elle utilise.



AUD/EUR

Le dollar australien a également signé un mois de redressement. La devise de Sa Majesté a ainsi regagné 3,1 %. Beaucoup d'opérateurs du marché ont vu dans la hausse des prix à la consommation de décembre de 0,8 % un premier signe d'une inflation plus importante. Cet événement pourrait inciter la Banque Centrale à remonter son taux d'intérêt, ce qui soutiendrait la devise australienne.



Euro-Obligations

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

Sur le Vieux Continent, les taux longs ont atteint des planchers historiques. Alors que beaucoup se souviennent des 15% de rendement qui prévalaient à l'aube des années 80, les investisseurs obligataires ne recolent aujourd'hui qu'un maigre 4%. La question se pose naturellement: quel type d'événement faudrait-il pour provoquer une remontée des rendements européens? Les ingrédients de base nécessaires pour ranimer les taux sont sans appel: une accélération de la croissance couplée à une accélération de l'inflation.

Malheureusement, les thèmes dominants qui régissent l'économie de l'Union tournent autour de la détérioration de la croissance (Euro trop fort, exportations à la peine, prix des matières premières prohibitifs, surcapacité de production). D'autre part, sur le front de l'inflation, les tendances lourdes sont plutôt à la déflation. Peu de sociétés peuvent se targuer d'avoir le pouvoir de refléter dans leurs prix de vente

les hausses des coûts de production. Cette force déflatrice sous-jacente est la résultante de la globalisation de l'économie mondiale, de la hausse de la productivité et de l'innovation technologique. En clair, la concurrence est de plus en plus exacerbée et se traduit par des baisses de prix. Mis à part les facteurs saisonniers d'ajustement des prix, et sauf choc exogène d'ampleur inattendue, la tendance déflatrice pèsera de son poids. C'est une des raisons qui interdit d'entrevoir des taux à 15%. L'espoir de voir la BCE procéder rapidement à une hausse des taux européens est ténu. A part quelques ajustements techniques sur le marché, les maigres conditions en matière de taux longs devraient perdurer.

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)

2,5334% +40,21 ⁽¹⁾
 +40,21 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,5609% -2,51 ⁽¹⁾
 -2,51 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

3,3957% +117,33 ⁽¹⁾
 +117,33 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,1709% -1,41 ⁽¹⁾
 -1,41 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2004 en points de base

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Volkswagen	5,375 %	25/01/2012	108,39	4,01	A-
EUR	Bekaert Corp	4,125 %	03/03/2015	100,00	4,12	A
HUF	ABN Amro Bank	7,750 %	01/02/2007	99,250	8,17	AA-
HUF	EIB	6,500 %	27/01/2009	96,090	7,67	AAA
PLN	Vorarlberg Hypo	12,00 %	23/01/2006	105,39	6,31	AAA
PLN	EIB	6,250 %	18/02/2009	101,30	5,88	AAA
SEK	Deutsche Bahn	5,500 %	08/10/2008	108,05	3,15	A
DKK	Swedish Export Credit	5,375 %	15/10/2009	109,85	3,09	A
GBP	BNG	4,625 %	07/12/2006	100,12	4,55	AAA
GBP	JAP Morgan Chase	6,000 %	07/12/2009	104,64	4,91	A+
NZD	BNG	6,500 %	05/10/2007	100,00	6,50	AAA
NZD	Eurofima	6,500 %	21/10/2010	99,330	6,64	AAA
AUD	Depfa Bank	5,500 %	05/11/2007	99,750	5,60	AA-
AUD	Rabobank Australia	5,500 %	05/01/2011	98,710	5,75	A+2
ZAR	Norddeutsche LDBK	10,25 %	24/01/2006	102,57	7,51	A+
ZAR	LDBK Baden	8,500 %	12/11/2010	102,45	7,94	A+
USD	Electricité de France	5,125 %	20/12/2007	103,53	3,82	AA-
USD	Rentenbank	4,000 %	28/01/2010	100,00	4,00	AAA
CAD	Total Capital	4,000 %	08/12/2010	99,100	4,17	A
CAD	Eurofima	4,875 %	04/12/2012	102,74	4,45	AAA

Economies

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

■ Etats-Unis

L'indice de confiance des consommateurs américains reste très élevé, la perception de la situation économique des Etats-Unis par les agents économiques étant très positive. Cependant, les premiers doutes sur la capacité américaine à maintenir cette situation dans l'avenir semblent apparaître. En effet, les sondages mensuels réalisés par l'Université de Michigan et par le Board Conference confirment cette tendance. Dans la composition des ces deux indices, les ratios mesurant les attentes des consommateurs ont diminué, alors que les ratios mesurant la situation actuelle continuaient à grimper. Le Board Conference attribue cette diminution des prévisions futures à la montée des prix du pétrole. Il est vrai que ceux-ci ont augmenté l'année dernière de près de 26%. Depuis 1999, l'augmentation a été encore plus spectaculaire, 48% après une période de 20 années de relative stabilité.

La confiance élevée des consommateurs laisse supposer aux agents économiques que la croissance économique actuelle va perdurer. Après la forte hausse de l'Euro contre le dollar, le marché a maintenant tendance à focaliser toute son attention sur la croissance américaine. Couplé aux bons chiffres des imports nets de capitaux étrangers, il n'en fallait pas plus pour oublier le déficit de plus en plus important de la balance commerciale américaine. En novembre, pour la première fois, le déficit a dépassé les 60 milliards de dollars. Les exportations américaines diminuent alors que les importations continuent à augmenter. Dans la situation actuelle, une croissance forte de l'économie aura même un impact négatif pour le dollar, suite au déficit important de la balance commerciale. En effet, au plus la croissance est importante, au plus les importations seront élevées et au plus le déficit de la balance commerciale sera important. La raison en est toute simple : les Etats-Unis perdent en fait depuis des années de la capacité de production au profit des pays à revenus plus faibles.

La situation américaine explique en grande partie le succès économique de la Chine qui absorbe énormément de capacité de production. Selon les estimations de Bernstein Research¹, depuis 1998, près

de 60% des biens de consommation et des matières premières des entreprises ont été importés. Il s'agit là d'une preuve flagrante du manque de capacité de production des Américains. Le déficit de la balance commerciale serait dès lors structurel et ce déficit ne disparaîtra pas avec un dollar plus faible (augmentation des exportations, diminution des importations) ou avec une croissance plus forte hors des Etats-Unis (comme certains dirigeants américains le laissent entendre). Le dollar devrait donc baisser jusqu'à un niveau qui rendrait les investissements directs étrangers aux Etats-Unis intéressants. Ce processus d'adaptation de longue haleine sera précédé par un dollar volatile, suivant l'interprétation par les marchés des chiffres économiques. Un obstacle important reste le Yuan chinois. Tant que celui-ci sera couplé au dollar, nous nous attendons à ce que le dollar soit faible par rapport à l'Euro et au Yen. En effet, un quart de la balance commerciale est réalisé avec la Chine, mais le lien entre les deux devises empêche toute dépréciation du dollar face au Yuan.

■ Zone Euro

Tant la confiance des entreprises que la confiance des consommateurs se stabilisent suite au fort redressement rencontré depuis 2003. Les derniers mois ont vu par contre la confiance des entrepreneurs allemands se retourner. Les prévisions ont fortement diminué sous l'influence des prix élevés du pétrole et du dollar faible. Cependant, en janvier, les entrepreneurs ont revu à la hausse leur confiance. Outre des prix moins élevés du pétrole et un dollar plus fort, l'amélioration des perspectives pour la consommation intérieure a joué un rôle prépondérant. Un renforcement de cette demande interne sera très important pour la durabilité de la croissance économique.

■ Japon / Chine

La Chine ne réussit pas encore à réduire sa croissance économique. Le quatrième trimestre a connu une croissance de 9,5% (plus forte que prévue). Le gouvernement chinois sera peut être tenter d'appuyer encore plus sur la pédale de frein.

¹ Bernstein Investment Research and Management, « U.S. Needs More Investment to Reduce External Deficit », 10-dec-04

Marchés boursiers

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

■ DJ Stoxx 50

L'indice européen a été surtout porté par les valeurs pétrolières. BP et Shell ont été ainsi les plus fortes hausses avec plus de 4 %. Sont dans les plus fortes baisses les Allemandes SAP (- 9,8 %) et Allianz (-7,7 %), ainsi que la Suisse Roche (- 4,3 %). L'indice a cependant cru de 1,4 % sur la période.



■ Nikkei 225

Ce sont principalement les valeurs technologiques (entre autre Kyocera) qui ont pesé sur l'indice nippon. Les valeurs qui ont résisté sont actives dans le secteur médical et dans le secteur de l'alimentation. Le Nikkei a ainsi reculé de 1,5 %.



■ S & P 500

Le S&P 500 a connu une baisse marquée de 3,2%. Il s'agit là du premier recul après le rally électoral. Comme pour son homologue japonais, ce sont les valeurs technologiques qui ont participé à la faiblesse de l'indice (Ebay, IBM, Cisco). L'influence positive est à retrouver dans les valeurs pétrolières que constituent Chevron, Exxon et ConocoPhillips.



■ FTSE 100

L'indice britannique FTSE 100 a fait du surplace durant ce mois de janvier. Les plus fortes prestations sont réalisées ici également par quelques valeurs pétrolières (BP et Shell), mais ont été compensées par les valeurs des autres secteurs, que ce soit dans la pharma, les télécoms, les bancaires ou l'alimentation.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Dépenses des familles	n/a	-1,3%	08/02
JAP	Attentes sur la croissance économique (Eco Watchers)	n/a	44	08/02
USA	Balance commerciale	n/a	- \$60.3 Md	10/02
JAP	Sentiment de confiance des consommateurs	n/a	44,3	14/02
EU	Produit National Brut (PNB)	n/a	0,3%	15/02
USA	Importations nettes de capitaux	n/a	\$81.0 Md	15/02
USA	Utilisation de la capacité de production	n/a	79,2%	16/02
JAP	Produit National Brut (PNB)	n/a	0,1%	16/02
EU	Production industrielle de la zone Euro	n/a	-0,3%	17/02
USA	Indice des prix à la production sans l'énergie et l'alimentation (PPI)	n/a	0,1%	18/02
USA	Sentiment de confiance des consommateurs de l'université du Michigan	n/a	103,4	22/02
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (CPI)	n/a	0,2%	23/02
JAP	Indice des prix à la consommation hors alimentation (CPI)	n/a	-0,3%	25/02

Analyses de valeurs

NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89

■ BELGACOM (BELG - Euronext Bruxelles) - Télécommunication - 32,05 EUR

■ Profil

Belgacom est le principal acteur dans le domaine des télécommunications en Belgique. Il contrôle la plus grande partie de la téléphonie fixe (53% de son chiffre d'affaire) et est actif dans la téléphonie mobile à travers ses 75% de sa filiale "Belgacom Mobile", soit 37% de son chiffre d'affaire. 100 % de son chiffre d'affaire est réalisé en Belgique.

■ Perspectives

Vu les bons résultats présentés mi-2004, nous nous attendons à un dividende beaucoup plus élevé que prévu (1,54 Euro contre 1,16 Euro). Avec un contrôle renforcé des coûts, Belgacom a pu présenter un meilleur cashflow opérationnel (en hausse de 4,8 %) et un meilleur bénéfice net (en hausse de 10,4%). Le bénéfice par action a même augmenté de 20% grâce à l'annulation de ses propres actions. Le chiffre d'affaire n'a par contre augmenté que de 1,1% pour atteindre presque 3 milliards d'Euros.

Ces bons chiffres cachent cependant une concurrence de plus en plus agressive, aussi bien dans la téléphonie fixe que dans la téléphonie mobile. Les marges du cash flow opérationnel de la téléphonie fixe ont pu être augmentées de 38% à 43% grâce à un contrôle des coûts renforcé. Le chiffre d'affaire a quant à lui augmenté de 1,1%. Ce sont principalement les services Internet ADSL qui ont pu contrebalancer la diminution de 15 % du trafic de la téléphonie traditionnelle fixe. La téléphonie mobile a vu également sa marge de cash flow opérationnelle diminuer de 54% à 52% et cela malgré une belle augmentation du chiffre d'affaire de 3,4%. Proximus subit de plus en plus la concurrence de Mobistar et de Base. Proximus a ainsi vu sa part de marché diminuer de 55,7% à 52,2%.

A l'avenir, Belgacom espère parvenir à limiter la diminution dans la téléphonie fixe et prévoit pour la téléphonie mobile une augmentation du chiffre d'affaire entre 3% et 5%. Belgacom s'intéresse principalement aux clients ayant un chiffre d'affaire moyen élevé. Récemment, l'actualité économique s'est attardée sur des reprises éventuelles en Turquie par Belgacom. Il est vrai que la bonne santé financière de l'entreprise laisse supposer qu'une telle

opération pourrait avoir lieu prochainement. Les prévisions de revenu moyen se sont renforcées depuis l'introduction en bourse, soit de 6,9% pour 2005 et de 9,3% pour 2006.



■ Notre opinion

La croissance ne peut provenir que de nouvelles applications mobiles (SMS, vidéo à la demande, etc.). Même dans la téléphonie mobile traditionnelle (communication vocale), la concurrence devient réellement très féroce. Une ou plusieurs acquisitions de moyenne importance pourront donner une nouvelle impulsion à l'entreprise, dans le cas où celles-ci sont effectuées correctement. En attendant, Belgacom reste une action à rendement. Au cours actuel, nous achetons l'action pour le dividende. Les investisseurs à la recherche de plus-value attendront plutôt que le cours passe en dessous des 30 Euro.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	6,6 EUR
Valeur actif net tangible :	5,2 EUR
Ratio Cours/ Valeur comptable :	4,9
Ratio Cours/Bénéfice '04 (PER) :	13,0
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	12,4
Rendement du dividende (brut) :	4,8%
Endettement :	49%
Prochains résultats :	25/2

■ Analyse Technique

Même si le MACD à court terme a réalisé un Silver Cross à l'achat, les stochastiques sont déjà malheureusement trop élevés pour rentrer dans la valeur. Les Bandes de Bollinger nous indiquent cependant qu'un trading reste possible entre 30,41 et 33,10 EUR, soit une plus-value potentielle de 8,84 %.

■ MOBISTAR (MOBB - Euronext Bruxelles) - Télécommunication - 68,00 EUR

■ Profil

Mobistar est le second opérateur mobile en Belgique et le concurrent éternel de Proximus, détenu par Belgacom. Un peu plus de 50 % des actions de Mobistar sont détenues par France Télécom.

Le Chiffre d'affaire a atteint 671 millions d'Euros en 2004, soit près de 60 % du chiffre d'affaires de Proximus. Il se répartit entre :

■ La téléphonie mobile :	90%
■ La téléphonie fixe :	7%
■ Autres :	3%

■ Perspectives

Mobistar a réussi une croissance forte dans des parts de marché intéressantes. Cependant, près de 67 % des clients du second opérateur belge restent dans le segment du pré-payé. Le chiffre d'affaire a cru durant le dernier semestre de 18,7 % à 671 millions d'Euros. L'effet de levier sur le cash flow opérationnel a été également important, ce qui s'est traduit par une hausse de ce dernier de 31 % à 268 millions d'Euros. Etant donné que Mobistar payait pour la première fois des impôts, le bénéfice net a cru moins fortement, affichant tout de même une croissance de 16 % à 120 millions d'Euros. Mobistar est même parvenu à réduire la même année son nombre de collaborateurs employés de 3 %.

Mobistar dispose de plus de clients dans le segment prépayé que Proximus. Cette particularité rend la marge du cash flow opérationnel également plus étroite : 39,8 % à comparer aux 52 % de Proximus. Mobistar ne retire ainsi que 33 % de son chiffre d'affaire au segment "post-payé", soit les abonnements, là où Proximus en retire 41 %. Mais le plus important réside dans l'évolution de ces chiffres. En 2003, soit il y a deux ans, Mobistar ne réalisait que 31,4 % dans ce segment, Proximus 41,8 %. Mobistar réussit donc une croissance plus forte dans le segment de marché de loin le plus intéressant. Et ce n'est pas tout. Mobistar a réussi à dérober des clients importants de Proximus, comme le Ministère de la Communauté Flamande et la SNCB. Mobistar atteint désormais une part de marché dans ce segment de 30 % (contre 27 % en 2003).

Mobistar croit donc à un rythme plus soutenu que Proximus et ce, dans les segments les plus intéressants. Ce fait est clairement illustré par le revenu moyen par client qui est passé de 34,9 Euros à 36 Euros, soit une hausse de 3,4 %, à comparer avec la hausse de 2,5 % de Proximus. Les attentes

bénéficiaires moyennes sont restés stables sur les 4 dernières semaines, mais ont augmenté sur l'année écoulée avec 32 % pour 2005 et 50 % pour 2006.



■ Notre opinion

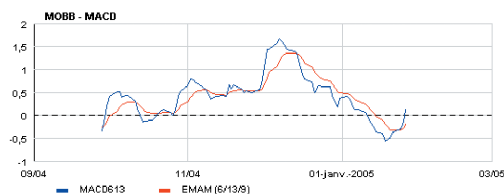
Le profil de croissance de Mobistar pourrait justifier une valorisation un peu plus élevée. Une reprise de Mobistar par France Télécom peut également intervenir, mais nous ne nous attendons pas à ce que le cours en soit fortement influencé à court terme. En principe, Mobistar est en état de payer son premier dividende à partir de 2005. Un paiement de 40 % donnera un dividende brut de 1,50 Euros par action et laisserait encore un cashflow suffisant pour diminuer son endettement. Nous sommes acheteur du titre en dessous de 65 Euros.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	6,8 EUR
Valeur Actif Nef Tangible :	-1,6 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	10,0
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	16,9
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	15,6
Rendement brut attendu du dividende :	2,2%
Endettement :	69%
Prochains résultats :	8/2

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme a réalisé un golden cross à l'achat. Malheureusement, les stochastiques sont quasiment en zone de sur-évaluation technique. Quant aux bandes de Bollinger, elles nous indiquent qu'un trading est réalisable entre 65,06 et 68,89 Euros, soit une plus-value potentielle de 5,66 %. On attendra un recul de cours à 65 Euros pour tenter ce trading.



FRANCE TÉLÉCOM (FTE - Euronext Paris) - Télécommunication - 23,62 EUR

Profil

France Télécom est l'opérateur de télécommunication dominant en France. Au travers de sa filiale Orange, France Télécom est également active dans la téléphonie mobile (soit 41 % du chiffre d'affaire du groupe). Wanadoo est quant à elle la filiale Internet de France Télécom et propose aussi bien des accès Internet que des solutions ADSL.

Perspectives

France Télécom a choisi le 14 février 2005 pour publier ses résultats sur l'ensemble de l'année 2004. Les résultats semestriels étaient déjà très bon. Le chiffre d'affaire affichait ainsi une croissance organique de 4,2 % à 23,2 milliard d'Euros tandis que le cash flow opérationnel atteignait 8,9 milliards d'Euros, soit une hausse de 6,9 %.

Comme pour Belgacom, la plus forte croissance provient de la téléphonie mobile grâce à Orange et aux accès Internet par ADSL via Wanadoo. Ainsi, le chiffre d'affaire d'orange a cru de 11 % à 9,5 milliards d'Euros et son cash flow opérationnel a cru quant à lui de 13 % à 3,7 milliards d'Euros. Du côté de Wanadoo, le chiffre d'affaire et le cash flow opérationnel ont tous les deux cru de 12 %. Les lignes fixes traditionnelles ont connu une diminution de leur chiffre d'affaire de 1 % à 10,8 milliards d'Euros, ce qui n'a pas empêché le cash flow opérationnel de cette division de croître de 4,4 % à 3,9 milliards d'Euros, et ce grâce à un contrôle des coûts efficace. Cette division a pu réduire ses coûts de personnel de 4 % et ses autres coûts de 3,7 %.

France Télécom ne dispose pas de la flexibilité financière de Belgacom. De grands rachats ne sont plus possibles, tant la dette nette de France Télécom est élevée (315 % à 48 milliards d'Euros). La priorité reste donc la réduction de l'endettement. En ce sens, la reprise de Mobistar peut être une affaire positive. Nous estimons que dans le courant 2006, Mobistar sera libérée de toute dette, et de cette manière, Mobistar pourrait contribuer à une réduction de la dette de France Télécom. Une offre de reprise en actions constituerait donc un mouvement intéressant, mais ne se produirait probablement pas avant 2006.

France Télécom espère poursuivre la croissance organique de son chiffre d'affaire du premier semestre et compte sur une croissance entre 3 et 5 %. Les attentes bénéficiaires ont d'ailleurs été légèrement relevées, de 1 % pour 2005 et de 2,7 % pour 2006.



Notre opinion

France Télécom profite autant du chiffre d'affaire de sa filiale de téléphonie mobile que Belgacom, mais cette branche génère une plus forte croissance (11 % contre 3,4 %). Il est également à remarquer que la marge du cash flow opérationnel de Orange est en croissance, là où Proximus connaît une baisse. France Télécom a donc un profil de meilleure croissance, mais traîne derrière elle une dette beaucoup plus importante, alors que Belgacom dispose des ressources suffisantes pour envisager reprises et distributions de dividendes. Nous achetons France Télécom entre 21 et 22 Euros.

Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	6,2 EUR
Valeur actif net tangible :	-12,6 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	3,8
Ratio Cours/Bénéfice (PER) :	18,3
Ratio Cours/Bénéfice estimé :	13,5
Rendement brut du dividende :	1,1%
Endettement net :	315%
Prochains résultats :	14/2

Analyse Technique

Le MACD à court terme est négatif, mais il vient d'effectuer un silver cross à l'achat. Les stochastiques sont quant à eux déjà fort élevés. L'investisseur prudent attendra une amélioration du MACD et des stochastiques en retournement en zone de sous-évaluation technique pour tenter un trading entre 23,05 et 25,10 Euros, offrant une plus-value potentielle de 8,69 %.

■ VODAFONE (VOD - Londres) - Télécommunication - 1,38 GBP

■ Profil

Vodafone est le plus grand groupe de téléphonie mobile au monde. Elle compte plus de 150 millions de clients dans 26 pays. Fondé en 1982, le groupe connaît depuis une croissance mondiale grâce à une politique agressive d'acquisitions. Ces reprises en séries ont été financées principalement au travers d'échange d'actions, ce qui permet au groupe de disposer d'un endettement très bas.

■ Perspectives

Les résultats semestriels de Vodafone (d'avril à septembre 2004) ont affiché une forte hausse du chiffre d'affaire et du cash flow opérationnel, soit près de 10 % de croissance organique jusqu'à respectivement 21,2 milliards de Livres Sterling et 8,3 milliards. La marge du cash flow opérationnel a légèrement baissé de 39,6 % à 39,2 %.

Ces bons résultats cachent cependant la mauvaise santé des affaires au Japon. En effet, Vodafone réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaire dans l'archipel nippon, soit 22,8 %. Le chiffre d'affaire moyen par client y a baissé de 10 %. Le groupe a accumulé un recul d'au moins deux bonnes années sur ses concurrents avec l'offre de la troisième génération des GSM. Pour mi-2006, Arun Sarin, CEO de Vodafone, s'attend à ce que ce retard soit rattrapé et pense avoir encore besoin de quelques années pour agrandir sa part de marché.

Les trois derniers mois de 2004 furent couronnés de succès en Espagne, en Allemagne et en Grande-Bretagne. Vodafone a ainsi gagné 5,12 millions de clients, soit une hausse de 3,5 % de sa base de clientèle. Les attentes n'étaient que de 2,9 %.

Suite aux problèmes rencontrés au Japon, le groupe s'attend désormais à une hausse du chiffre d'affaire entre 7 et 9 % par rapport aux 10 % initialement prévus. Pour 2006 et 2007, les taux de croissance attendus restent inchangés à des niveaux similaires à ceux de cette année. Vodafone souhaiterait réaliser encore 2 acquisitions. Tout d'abord, reprendre la majorité dans sa filiale américaine à 45 %, Verizon Wireless, et le rachat du français SFR. Il est peu probable que les deux dossiers soient clôturés rapidement, car les deux entreprises sont contrôlées par un autre groupe, Verizon Wireless par Verizon

Communications et SFR par Vivendi Universal. Ces groupes souhaitent, à l'instar de Vodafone, maintenir leurs positions, voire même les renforcer. Après les acquisitions honorables du passé, comme par exemple Mannesman en Allemagne, le nouveau CEO est plus prudent quant à la santé du cash flow de Vodafone.



■ Notre opinion

Vodafone a annoncé qu'elle augmentera son dividende de 100 %, ainsi que le rachat de ses propres actions, pour un total de 4,4 % de la capitalisation boursière actuelle. Ceci nous donne un rendement brut du dividende relativement bon de 3,1 %. Avec un ratio pay-out de 40 %, il y a encore de la marge pour distribuer un dividende encore plus important. L'action peut donc encore être achetée avec un objectif de cours de 1,65 Livres Sterling.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	1,6 GBP
Valeur Actif Nef Tangible :	0,3 GBP
Ratio Cours / Valeur Comptable:	0,9
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	neg.
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	neg.
Rendement brut du dividende :	3,1%
Endettement :	12%
Prochains résultats :	25/5

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme reste neutre et les Stochastiques sont quant à eux dans la zone de surévaluation technique. Malheureusement, les deux indicateurs sont orientés négativement. Nous attendons donc un meilleur moment pour rentrer dans la valeur.

■ MCI (MCIP - NASDAQ) - Télécommunication - 19,31 USD

■ Profil

MCI est le second fournisseur de téléphonie longue distance aux Etats-Unis, après AT & T et devant Sprint. MCI a repris toutes les activités de Worldcom après sa faillite et a ainsi pu échapper au concordat (le fameux Chapter 11). Le réseau de télécommunication de MCI est de plus de 150.000 km et couvre les 6 continents, soit près de 140 pays.

Le chiffre d'affaire se répartit entre :

■ Etats-Unis :	84%
■ Europe/Moyen Orient :	13%
■ Reste du Monde :	3%

■ Perspectives

Alors que la justice active les procédures contre les anciens dirigeants de Worldcom, Bernie Ebbers et Scott Sullivan, le nouveau CEO, Michael Capellas, ancien CEO de Compaq, tente de donner un nouvel élan à MCI. Malgré la crise énorme qui entoure l'entreprise, MCI a réussi à maintenir la plus grande partie de ses 1000 plus grands clients.

Malheureusement, ce n'est pas suffisant pour rendre à nouveau l'entreprise rentable. MCI est déjà quasiment exclusivement active dans le segment le plus compétitif du marché américain de la téléphonie : les appels longue distance. Et là, les choses se corsent : d'une part, l'énorme surcapacité engendre une pression sur les prix importante, d'autre part, les coûts pour accéder aux réseaux locaux des sociétés régionales de télécommunication (comme SBC) sont en hausse. Une troisième complication provient de la concurrence livrée par les GSM et par les e-mail. Cependant, en maintenant les coûts sous pression, MCI pourrait faire augmenter ses marges sur ce produit.

Cela saute aux yeux en lisant les résultats du troisième trimestre 2004. Le chiffre d'affaire a diminué de 15 % à 5,1 milliards de dollar. Le Cash flow opérationnel a quant à lui atteint 0,6 milliard de dollar, et la marge du cash flow opérationnel est montée de 7,5% à 12,7%. MCI a pu diminuer ses coûts plus rapidement que prévu et a diminué entre autre le nombre de ses collaborateurs de 16.300 personnes, en le ramenant à 41.000 personnes. Mais cet effet positif pourrait disparaître durant les prochains trimestres si le chiffre d'affaire venait encore à diminuer.

MCI s'attend maintenant à ce que les prix des communications se stabilisent après les fortes baisses de l'année dernière. MCI n'a quasiment pas de dette nette et a décidé de distribuer dans les années à venir un dividende de 2,2 milliards de dollar. Par trimestre, cela donne 0,40 dollar par action, soit un rendement brut annuel de 8,3 %.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour 2005 et 2006 se sont fortement améliorées durant le dernier mois : + 170 %.



■ Notre opinion

Sur base des rapports du bureau de notation Fitch et Dominion, il semble que le paiement du haut dividende annoncé est garanti aussi longtemps que le marché de la télécommunication ne se détériore pas fortement. Même après le paiement du dividende trimestriel de 127 millions de dollar, MCI réalisait encore un flux de caisse positif de 250 millions de dollar durant le troisième trimestre. En mai 2007, MCI devra refinancer un emprunt de 2 milliards de dollar. Ce ne sera vraisemblablement pas un problème, aussi longtemps que le secteur reste porteur. Nous pensons que MCI a de bonnes chances de survies et que la situation saine de son cashflow en fait une belle proie pour une reprise. C'est un investissement très risqué et spéculatif, mais les investisseurs les plus audacieux pourraient prendre une position au cours actuel.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	14,2 USD
Valeur Actif Nef Tangible :	14,2 USD
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,4
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	482,8
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	38,6
Rendement brut du dividende :	8,3%
Endettement :	132%
Prochains résultats :	n/b

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 Euros en novembre 2003, s'élève aujourd'hui à 106,98 Euros.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	98,81%
cash	0%	1,19%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	31,10%	35,97%
Am. Nord	55,80%	17,46%
Pac. & Em.	13,10%	28,80%
Secteurs	-	16,57%

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

PERFORMANCE					
Performance (%)	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Année en cours
Leleux Invest	1,66	3,99	1,83	4,43	4,43
MSCI Wld NTR (€)	0,79	1,49	-1,28	5,94	5,94

TOP 5 des gestionnaires de fonds sélectionnés
Vanguard European Stock Index
State Street Emerging Markets
ING (L) Invest Euro High Dividend
First State Asia Pacific
First State Global Emerging Markets

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.

■ Mercredi 2 Février 2005

Séminaire de Présentation de Leleux On Line

Lieu : Antwerpen-Berchem
 Orateur : Tom Verlinde, chargé de clientèle à Bruxelles
 Heure : 19h30
 Inscription : Tom Verlinde - Agence de Bruxelles - Tel : 02/250.12.14

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 28 janvier 2005