

Edito

Si nous devons résumer le premier trimestre 2005 par un seul chiffre, nous choisirions probablement 6 %. 6 %, c'est la progression moyenne que les indices des marchés d'Euronext ont réalisé depuis le début de l'année. Cette belle performance ne s'est malheureusement pas généralisée à l'ensemble des marchés boursiers de la planète. Ainsi, le Nasdaq américain a perdu 8 % de sa valeur depuis le début de l'année et d'autres marchés européens ont connu une croissance plus faible qu'Euronext, oscillant entre 2 % pour le marché allemand et 2,30 % pour la Bourse de Londres. Tout ceci nous donne un indice boursier international, le MSCI World, en baisse de 1,86 % depuis le début de l'année.

Au-delà des différentes performances régionales, ce qui nous semble significatif, c'est que les grandes capitalisations (les fameuses « blue chips ») ont désormais plus de potentiel de hausse que les petites et moyennes capitalisations qui se sont fortement appréciées les derniers mois. Les valeurs de rendement, c'est-à-dire les actions offrant des dividendes importants, sont relativement bon marché. Forte de son expérience depuis plus de 75 ans sur les marchés financiers, toute notre équipe se tient à votre disposition afin de vous aider à sélectionner les valeurs les plus intéressantes du moment et celles offrant les plus belles perspectives de croissance. N'hésitez pas à nous contacter : nos collaborateurs sont à votre disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h.

L'actualité du mois qui vient de s'écouler a été également marquée par la diminution de notation du géant américain General Motors. Confrontés à de nombreuses questions de la part de notre clientèle, nous avons décidé de consacrer cette édition de notre revue mensuelle à l'analyse du secteur des constructeurs automobiles. Vous trouverez ainsi ce mois-ci 5 analyses financières de sociétés cotées actives dans la construction automobile. Votre chargé de clientèle habituel se fera un plaisir de répondre à vos éventuelles questions sur cette matière.

























Le mois de mars 2005 restera également longtemps dans les mémoires des collaborateurs de notre Maison. En effet, nous avons eu le grand honneur de recevoir l'Euronext Cash Award 2004, récompensant le membre d'Euronext présentant le plus grand dynamisme et la plus belle évolution de son activité durant l'année. Ce prix vient naturellement récompenser les efforts de nos 95 collaborateurs, mais nous tenons également à remercier nos 16.500 clients qui, jour après jour, témoignent à notre Maison une confiance qui nous honore. Soyez assuré que cette récompense apporte à chaque collaborateur de notre Maison une motivation supplémentaire pour encore améliorer en 2005 la qualité de nos services.

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) | 371,92 | -0,65% ⁽¹⁾  +6,85% ⁽²⁾  |
| BEL 20 (Belgique) | 3.121,17 | +0,47% ⁽¹⁾  +6,43% ⁽²⁾  |
| CAC 40 (France) | 4.075,87 | +1,21% ⁽¹⁾  +6,67% ⁽²⁾  |
| DAX (Allemagne) | 4.341,27 | -0,21% ⁽¹⁾  +2,00% ⁽²⁾  |
| FTSE (G-B) | 4.926,50 | -0,85% ⁽¹⁾  +2,23% ⁽²⁾  |
| SMI (Suisse) | 5.940,34 | +0,15% ⁽¹⁾  +4,34% ⁽²⁾  |
| DJ Stoxx 50 (Europe) | 2.866,39 | -0,91% ⁽¹⁾  +3,30% ⁽²⁾  |
| DJII (USA) | 10.491,21 | -2,55% ⁽¹⁾  -2,71% ⁽²⁾  |
| NASDAQ (USA) | 1.999,47 | -2,55% ⁽¹⁾  -8,09% ⁽²⁾  |
| TS 300 (Canada) | 9.591,78 | -0,79% ⁽¹⁾  +3,73% ⁽²⁾  |
| NIKKEI (Japon) | 11.745,97 | +0,05% ⁽¹⁾  +2,24% ⁽²⁾  |
| MSCI World | 1.147,59 | -2,47% ⁽¹⁾  -1,86% ⁽²⁾  |

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2004

| | | |
|-----------------|----------------------------|----|
| Sommaire | Devises | 2 |
| | Euro-Obligations | 3 |
| | Economies | 4 |
| | Marchés | 5 |
| | Analyse de BMW | 6 |
| | Analyse de General Motors | 7 |
| | Analyse de Ford | 8 |
| | Analyse de DaimlerChrysler | 9 |
| | Analyse de D'Ieteren | 10 |
| | Gestion de Fortune | 11 |

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 +1,80%⁽¹⁾
+4,16%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,44 -0,80%⁽¹⁾
+1,77%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,72 +0,28%⁽¹⁾
+0,79%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,34%⁽¹⁾
+0,51%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 -0,09%⁽¹⁾
-0,16%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,64 -1,00%⁽¹⁾
-0,51%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 -0,72%⁽¹⁾
+3,19%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,63 +3,21%⁽¹⁾
+3,04%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,32 -1,43%⁽¹⁾
+0,92%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -7,53%⁽¹⁾
-5,27%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -2,22%⁽¹⁾
-0,85%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,54%⁽¹⁾
-0,91%⁽²⁾

- (1) Différence sur un mois
- (2) Différence au 31/12/2004
- (3) Cotation pour 100
- (4) Fluctuation de 2,25 % par rapport à l'Euro

USD/EUR

Certains acteurs du marché sont persuadés que la hausse récente des prix à la consommation aux Etats-Unis résultera en 2005 en une hausse plus rapide que prévue des taux d'intérêt. Et leur perception a été en partie confirmée par la Federal Reserve Bank, qui a déclaré s'attendre à une inflation un peu plus forte. Elle continuera donc à augmenter pas à pas les taux d'intérêt.



GBP/EUR

La Banque Centrale Britannique a laissé son taux directeur inchangé à 4,75%. Au sein même de la Banque Centrale, la pression se fait de plus en plus vive pour monter les taux d'intérêt. La bonne croissance économique et le risque de plus en plus grand de voir une inflation plus forte se développer soutient cette thèse de la hausse des taux.



CHF/EUR

L'intégration de plus en plus forte de l'économie suisse au sein de l'Union Européenne engendre une stabilité de plus en plus importante de la devise helvétique. La faiblesse actuelle du dollar et les prix élevés du pétrole pèsent également directement sur l'économie suisse.



NOK/EUR

Le mois dernier, la Banque Centrale Norvégienne émettait des commentaires positifs sur la situation économique et la croissance économique norvégienne. Il semble que les marchés ont apprécié ces déclarations, ce qui s'est traduit dans les cours avant une prise de bénéfice en fin de période.



JPY/EUR

Le quatrième trimestre 2004 fût meilleur qu'attendu. Le Yen s'est dès lors stabilisé après la chute du mois dernier.



AUD/EUR

Les économistes ont confirmé une fois encore leurs attentes de hausse des taux par la Banque Centrale Australienne. Comme dans les autres pays, une pression inflatoire plus forte peut nécessiter une intervention des autorités monétaires afin de contrer le mouvement de hausse des prix.



Euro-Obligations

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

La fin de l'argent gratuit, ou presque...

Cette fois, le message a été clairement reçu par les opérateurs américains. Le dernier communiqué de la Federal Reserve (FED) a dissipé les doutes et les malentendus : il y a des dangers inflationnistes aux Etats-Unis. La flambée des matières premières et la hausse du pétrole ont jeté de l'huile sur le feu. La FED a donc logiquement rehaussé son taux directeur de 25 points à 2,75%. Elle a par ailleurs plus clairement enfoncé le clou sur les dangers de l'inflation, ce qui à terme devrait se matérialiser par des hausses de taux plus agressives. C'est probablement la fin de l'argent bon marché aux Etats-Unis, où les taux à 10 ans affichent dès à présent 4,65%.

Le tableau inflationniste est plus contrasté en Europe. Cependant, et en dépit des signes de ralentissement économique, les rendements à 10 ans reprennent paradoxalement des couleurs (3,75%). A l'origine de cette tension, une inquiétude de la Banque Centrale Européenne

(BCE) au sujet de la rigueur budgétaire des Etats de l'Union. Les modifications apportées par les Etats au Pacte de Stabilité permettraient une interprétation beaucoup plus souple de la notion de déficit budgétaire. La BCE redoute dès lors un laisser-aller budgétaire et une perte de confiance dans l'Euro, et laisse planer la menace d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt. Toutefois, au-delà des jeux politiques, il y a très peu de marge économique pour une hausse légitime des rendements cette année. La BCE devrait laisser les taux là où ils sont.

Dans leur quête de rendement, les investisseurs sont invités à suivre d'autres pistes obligataires, toutes proportions gardées. 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. La liste qui vous est proposée est distribuée à titre exclusivement indicatif. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins et est sujette à changements.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1134% -4,96 ⁽¹⁾ 
-5,06 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,6988% -2,62 ⁽¹⁾ 
+1,58 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

2,8377% +14,37 ⁽¹⁾ 
+61,57 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,5825% +30,45 ⁽¹⁾ 
+36,05 ⁽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 indicatif | Rendement | Rating |
|--------|-------------------------|---------|------------|----------------|-----------|--------|
| EUR | Carrefour | 3,625 % | 17/12/2008 | 101,75 | 3,12 | A |
| EUR | Aegon | 4,125 % | 08/12/2014 | 100,40 | 4,07 | A+ |
| SEK | Deutsche Bahn | 5,500 % | 08/10/2008 | 107,40 | 3,24 | A |
| SEK | EIB | 4,000 % | 15/04/2009 | 103,11 | 3,17 | AAA |
| DKK | City of Copenhagen | 4,500 % | 22/12/2009 | 106,25 | 3,06 | AA |
| NOK | Land Nordrhein West. | 5,000 % | 30/04/2007 | 103,94 | 3,02 | AA- |
| NZD | Helaba Intl Finance | 6,750 % | 31/03/2008 | 99,320 | 7,01 | AAA |
| NZD | Dexia Municipal Agency | 5,750 % | 07/04/2009 | 96,400 | 6,80 | A+ |
| AUD | GE Cap Australia | 6,250 % | 30/03/2009 | 99,830 | 6,30 | AAA |
| AUD | Rabo Australia | 5,500 % | 05/01/2011 | 96,400 | 6,26 | AAA |
| CAD | National Australia Bank | 4,750 % | 28/11/2008 | 102,43 | 4,02 | AA- |
| CAD | KFW | 4,750 % | 05/03/2014 | 100,22 | 4,72 | AAA |
| GBP | Eurohypo AG | 6,375 % | 04/02/2008 | 103,47 | 5,03 | AAA |
| GBP | EIB | 4,500 % | 14/01/2013 | 96,580 | 5,04 | AAA |
| USD | Total Capital | 3,250 % | 25/02/2008 | 97,130 | 4,34 | AA |
| USD | General Electric | 5,000 % | 01/02/2013 | 99,510 | 5,08 | AAA |
| ZAR | Norddeutsche LDBK | 10,25 % | 24/01/2006 | 101,73 | 7,87 | A+ |
| ZAR | LDBK Baden Wuert. | 8,500 % | 12/11/2010 | 100,20 | 8,44 | A+ |
| PLN | Poland Government | 8,500 % | 05/12/2006 | 105,15 | 6,00 | A |
| PLN | Depfa Bank plc | 6,250 % | 24/02/2009 | 103,28 | 5,30 | AA- |
| HUF | Rabobank Ned. | 9,000 % | 05/02/2007 | 103,34 | 7,00 | AAA |
| HUF | EIB | 8,000 % | 08/01/2010 | 105,07 | 6,71 | 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'expansion économique américaine continue. Et principalement dans le secteur des services qui, jusqu'à présent, ne montre aucun signe de faiblesse. L'indicateur de confiance reste ainsi depuis 2003 à un niveau relativement haut. Les attentes pour le secteur des industries de transformation continuent cependant de se dégrader depuis la seconde moitié de 2004, mais le secteur continue de croître.

Nonobstant le prix plus élevé du pétrole, un grand nombre de sociétés de bourse américaines ont remonté leurs attentes de croissance pour le premier trimestre 2004. Les attentes moyennes de croissance de Lehman Brothers, Morgan Stanley et de Crédit Suisse First Boston, s'élèvent désormais à 4,2 % contre 3,8 %. Pour le second trimestre, la moyenne est de 4,1 % contre 3,8 %. Les raisons de ce relèvement des prévisions doivent être recherchées dans les très fortes ventes au détail. En effet, ces ventes sont soutenues non seulement par l'augmentation des salaires (hausse de 5,7 % en 2004), mais aussi par des remboursements plus élevés des impôts (hausse de 8,7 % en 2004). Le remboursement moyen s'est élevé à 2.371 USD (soit 1.886 EUR). Avec de tels phénomènes, il est logique que le sentiment de confiance du consommateur reste à un niveau élevé.

Jusqu'à présent, le consommateur ne s'est pas laissé impacté par les prix du pétrole en hausse, ni par les taux d'intérêt élevés. En prix corrigés de l'inflation, il y a en effet encore de la marge pour contenir l'effet d'une augmentation supplémentaire des prix du pétrole. De même, les taux d'intérêt sont certes montés, mais ils venaient d'un très faible niveau, ce qui donne une marge supplémentaire de 2,5 %.

Ces très bons chiffres économiques ne témoignent cependant pas de la situation de la balance commerciale des Etats-Unis. Durant le dernier trimestre 2004, le déficit courant de la balance s'élevait à 187,9 milliards de dollars, ce qui correspond à 2,1 milliards par jour. Jusqu'à présent, il n'y a pas (encore ?) de problème concret pour financer ce déficit. Car là où la plupart des analystes s'attendaient à voir baisser l'importation nette de capital extérieur, c'est une hausse de ces capitaux qui s'est produite, et jusqu'à un montant jamais rencontré auparavant, soit 91,5 milliards de dollars, principalement en provenance d'Asie ! Le billet vert en profite ...

Un autre facteur positif pour le dollar consiste en l'attente d'une augmentation des taux d'intérêt par la Banque Centrale Américaine (FED). Etant donné la bonne réaction du dollar suite à la publication des derniers chiffres macro-économiques, il nous semble possible que le dollar marque une pause et recommence même à s'apprécier face à l'Euro. Mais ce mouvement ne sera que momentané ...

■ Zone Euro

Le mois écoulé n'a pas livré une quantité importante de nouvelles spectaculaires en Europe. La croissance économique au quatrième trimestre 2004 est restée dans les attentes, soit une croissance de 0,2 %. Ce résultat se traduit en une croissance annuelle de 1,6 % pour l'ensemble de l'année 2004. Quant à 2005, la Banque Centrale Européenne s'attend à une croissance similaire à celle de 2004. La BCE pense également que les prix élevés du pétrole risque bien de freiner la croissance économique européenne. Dès lors, nous ne nous attendons pas à ce que la BCE remonte ses taux d'intérêt cette année. Le Gouverneur de la Banque, le Français Jean-Claude Trichet, craint en effet non seulement que les prix du pétrole ne freinent la croissance économique européenne, mais aussi que l'inflation ne commence à poindre le bout de son nez.

L'information la plus importante de ce mois de mars 2005 réside bien dans l'assouplissement des critères du Traité de Maastricht. Grâce à une interprétation plus souple des normes budgétaires, les Etats membres pourront plus facilement franchir la barre des 3 % du déficit public. Nous craignons que cette mesure ne soit la porte ouverte à une érosion de la discipline budgétaire. A long terme, cette mesure peut contribuer à affaiblir l'Euro et à réveiller l'inflation.

■ Japon

Les attentes s'améliorent légèrement pour la croissance économique, après la forte reprise que l'économie nipponne a connue en janvier. Le sentiment de confiance des consommateurs se tient également bien. Grâce aux fortes croissances américaine et chinoise, le Japon a connu un bon quatrième trimestre. En base annuelle, la croissance nipponne atteint les 0,5 %. Aussi longtemps que le Japon ne dépense pas plus, l'économie japonaise restera vulnérable.

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 regroupant les 50 plus grandes capitalisations européennes a été, une fois de plus, influencé par les valeurs britanniques et a suivi de près l'évolution de l'indice anglais FTSE 100.



■ Nikkei 225

La baisse de certaines actions du secteur des semi-conducteurs (principalement Tokyo Electron et Advantest) a été compensée par la hausse de Sony et de Credit Saison (entreprise spécialisée dans les cartes de crédit). Globalement, l'indice gagne 0,05 % sur le mois écoulé.



■ S & P 500

L'indice américain des 500 plus grandes capitalisation a suivi l'exemple de son cousin anglosaxon, le FTSE100. Les grands perdants du mois écoulés sont les valeurs financières, telles que AIG et Citigroup, et les valeurs pétrolières (ExxonMobil en tête). Les plus fortes hausses (Johnson & Johnson, Cisco et Walgreen) n'ont pas pu compenser cette perte.



■ FTSE 100

Vodafone est à remarquer ce mois sur le marché britannique. L'action a en effet pris 5 % sur la période écoulée. Au niveau des reculs, il est à noter les mauvaises prestations de deux valeurs financières, HSBC et Royal Bank of Scotland, ainsi que le recul de la valeur pétrolière BP. L'indice a ainsi perdu 0,85 % sur le mois évolué.



| AGENDA | | Prévisionnel | Précédent | Publication |
|--------|---|--------------|-------------|-------------|
| USA | Indice de confiance des acheteurs des secteurs des industries (ISM) | 55,0 | 55,3 | 01/04 |
| USA | Indice de confiance des acheteurs des secteurs des services (ISM) | n/a | 59,8 | 01/04 |
| Japon | Indice Tankan des attentes dans le secteur des industries | 23 | 15 | 01/04 |
| Japon | Indice Tankan des attentes dans le secteur des services | 14 | 10 | 01/04 |
| Japon | Dépenses des familles | n/a | 0,5% | 05/04 |
| EU | Décision sur les taux d'intérêt de la BCE | 2,00% | 2,00% | 07/04 |
| USA | Balance commerciale | n/a | - \$58.3 Md | 12/04 |
| USA | Importation nette de capitaux | n/a | \$91.5 Md | 15/04 |
| USA | Taux d'utilisation de la capacité de production | n/a | 79,4% | 15/04 |
| Japon | Indicateur de confiance des consommateurs | n/a | 47,6 | 15/04 |
| EU | Indice des prix à la consommation de l'Eurozone (CPI) | n/a | 0,3% | 18/04 |
| EU | Attente de croissance économique de l'Eurozone (ZEW) | n/a | 37,3 | 19/04 |
| EU | Production industrielle de l'Eurozone | n/a | 0,5% | 19/04 |
| USA | Indice des prix à la production sans l'énergie et la nourriture (PPI) | n/a | 0,4% | 19/04 |
| USA | Indice des prix à la consommation sans l'énergie et la nourriture (CPI) | n/a | 0,1% | 20/04 |

Analyses de valeurs

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

■ BMW (BMW - Frankfurt) - Constructeur Automobile - 35,10 EUR

■ Profil

Bayerische Motoren Werke (BMW) a produit 1,2 millions de voitures en 2004. Son portefeuille de marques comprend BMW, Mini et Rolls Royce. Le groupe BMW est le seul constructeur automobile qui se focalise exclusivement sur le marché Premium des voitures personnelles. Le plus grand actionnaire de BMW est la famille allemande Quandt, qui détient 46,6 % du capital.

Le chiffre d'affaire de BMW, qui s'établissait en 2004 à 44,3 milliards d'Euros, se répartissait comme suit :

| | |
|--------------------------|-----|
| ■ Union Européenne : | 63% |
| ■ Etats-Unis et Canada : | 24% |
| ■ Reste du Monde : | 13% |

■ Perspectives

2004 a été une année record pour BMW, aussi bien en terme de voitures produites qu'en chiffre d'affaire et en résultats financiers. Le chiffre d'affaire a ainsi cru de 6,8 % à 44,6 milliards d'euros (soit une hausse de 9,2 % en retirant l'impact négatif de l'euro fort) et le bénéfice opérationnel brut a cru de 14 % à 3,6 milliards d'euros. Contrairement à ses concurrents américains, BMW réalise la plus grande partie de son bénéfice dans son activité de base, à savoir la production automobile qui génère 3,2 milliards d'Euro.

2005 sera probablement une année de moindre croissance, et ce suite à un risque sur les taux de change plus élevé et aux prix plus élevés des matières premières. Grâce à une bonne couverture du risque de change, l'évolution du bénéfice a pu être protégée en 2004. BMW s'attend pour 2005 à une moins bonne couverture de ce risque. Bien que plus de 50 % de ce risque est couvert, les conditions de l'établissement de cette couverture sont moins bonnes. Un dollar qui continuerait à baisser aurait donc un impact négatif plus important en 2005 qu'en 2004.

Etant donné que plusieurs contrats à long terme de fournitures de matières premières viennent à échéance en 2005, l'élévation du prix de ces matières se fera immédiatement ressentir dans les résultats du

groupe. En effet, durant les mois derniers, les producteurs d'acier (entre autre, Arcelor), ont annoncé plusieurs hausses de prix, et ce afin de répercuter à leur tour plusieurs hausses de prix de leurs matières premières de base.

Le constructeur allemand s'attend en 2005 à une poursuite de la croissance de son chiffre d'affaires et au maintien de son bénéfice actuel.

Les attentes bénéficiaires des analystes sont restées stables durant les quatre dernières semaines.



■ Notre opinion

Après une année record, BMW tempère ses attentes pour 2005 afin d'éviter un enthousiasme exagéré. Bien que la plupart des analystes ont prévu un bénéfice stable pour l'année 2005, ces prévisions n'ont pas eu d'effets négatifs sur le cours de bourse de BMW. Le lancement de la série 1 et de la nouvelle série 3 pourrait constituer une bonne surprise et compenser partiellement l'élévation du prix des matières premières. A la valorisation actuelle, le cours de BMW est relativement attrayant et permet de prendre une position.

■ Analyse Fondamentale

| | |
|----------------------------------|----------|
| Valeur comptable : | 26,0 EUR |
| Valeur Actif Net Tangible : | 20,4 EUR |
| Ratio Cours / Valeur comptable : | 1,4 |
| Ratio Cours / Bénéfice (PER) : | 10,6 |
| Ratio Cours / Bénéfice estimé : | 10,8 |
| Rendement brut du dividende : | 1,8% |
| Endettement : | 174% |
| Prochains résultats : | 3/5 |

■ GENERAL MOTORS (GM - NYSE) - Constructeur Automobile - 29,69 USD

■ Profil

General Motors est le plus grand producteur d'automobiles au monde. Le groupe produit 4,7 millions de véhicules personnels dans 32 pays et emploie 324.000 collaborateurs. Le nombre de véhicules produits monte à près de 9 millions en y introduisant les camions. Ses marques les plus connues sont Chevrolet, Pontiac, Cadillac, Hummer, Saturn, Opel et Saab.

En 2004, le chiffre d'affaire, qui s'établissait à 194 milliards de dollars, se répartissait comme suit :

| | |
|----------------------|-----|
| ■ Etats-Unis : | 70% |
| ■ Union Européenne : | 13% |
| ■ Royaume-Uni : | 4% |
| ■ Reste du Monde : | 13% |

■ Perspectives

Les affaires nord-américaines de General Motors sont dans une mauvaise posture. General Motors prévoit une perte par action de 1,50 USD pour le premier trimestre 2005 (en lieu et place d'une situation de break-even ou de léger bénéfice). Sur l'ensemble de l'année 2005, General Motors s'attend à un bénéfice entre 1 et 2 dollars par action (au lieu des 4 à 5 dollars précédemment annoncés). Les raisons de cette révision à la baisse des résultats sont à rechercher dans des ventes moins bonnes que prévues et des prix de vente des véhicules plus bas.

L'agence de notation Standard & Poors a réagi immédiatement en abaissant la notation de crédit de General Motors au niveau juste supérieur à celui des obligations des émetteurs douteux (les fameuses Junk Bonds). Standard & Poors a ajouté qu'ils rabaisseraient à nouveau leur notation (ce qui la placerait au niveau des junk bonds) si le moindre doute apparaissait quant à la réalisation effective des objectifs fixés par la société. Le marché des obligations avait déjà anticipé cette évolution. Les cours des obligations émises par General Motors sont actuellement comparables à ceux des junk bonds. Peu de temps auparavant, General Electric a interrompu ses facilités de crédit en faveur de General Motors, facilités qui portaient sur 2 milliards de dollars.

Le groupe souffre d'autant plus de ses problèmes aux Etats-Unis (avec Ford et Chrysler) qu'il doit au même moment affronter un endettement énorme (près de 300 milliards de dollar) et vendre une gamme de modèles peu populaires. La concurrence acharnée des constructeurs japonais et le coût trop élevé des soins de santé du personnel de General Motors sont les

principales causes des problèmes rencontrés par le groupe. La division internationale de General Motors affiche cependant des prestations relativement bonne, mais son poids dans le groupe est trop faible que pour avoir un effet bénéfique au niveau consolidé.

Les attentes bénéficiaires moyennes des analystes ont bien entendu diminué les quatre dernières semaines de 78% pour 2005 et de 39 % pour 2006.



■ Notre opinion

L'accord de Chrysler avec le syndicat UAW du secteur automobile est un signe encourageant : une restructuration des activités est possible. Mais le récent avertissement sur résultats est selon nous un signe que la situation est plus grave que ce que les analystes avaient craint. Nous vendons General Motors et nous attendons les prochains résultats trimestriels pour nous réintéresser éventuellement à la valeur. Une restructuration avec une nouvelle équipe de dirigeant est souhaitable et réalisable, mais sera très difficile à réaliser.

■ Analyse Fondamentale

| | |
|------------------------------------|----------|
| Valeur comptable : | 49,1 USD |
| Valeur actif net tangible : | 40,4 USD |
| Ratio Cours/Valeur Comptable : | 0,6 |
| Ratio Cours/Bénéfice (PER) : | 4,6 |
| Ratio Cours/Bénéfice estimé 2005 : | 35,0 |
| Rendement brut du dividende : | 6,7% |
| Endettement : | 1.068% |
| Prochains résultats : | 19/4 |

■ Analyse Technique

C'est la descente aux enfers, même si le MACD à court terme (bien entendu négatif) réalise une belle inflexion et se dirige vers un silver cross à l'achat. Les stochastiques viennent de s'infléchir dans la zone de sous-évaluation technique. L'investisseur prudent évitera le titre pour le moment.

■ FORD (F - NYSE) - Constructeur Automobile - 11,51 USD

■ Profil

Ford est le second constructeur automobile américain. En 2004, Ford a produit 6,8 millions de véhicules. Les marques les plus importantes du portefeuille du groupe sont Ford, Lincoln, Jaguar, Aston Martin et Volvo. Hertz est la filiale du groupe spécialisée dans la location automobile.

A l'instar de General Motors, Ford réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis. Ce dernier s'établissait en 2004 à 164 milliards de dollar et se répartissait comme suit :

| | |
|----------------------|-----|
| ■ Etats-Unis : | 63% |
| ■ Union Européenne : | 24% |
| ■ Reste du Monde : | 13% |

■ Perspectives

Les problèmes que rencontre General Motors sont également présents chez Ford, mais à une moindre échelle : coûts élevés des soins de santé du personnel employé et du personnel retraité, parts de marché en chute constante, endettement colossal.

A l'instar de General Motors qui a vu sa part de marché passer de 35,5 % à 27,3 % sur 15 ans, Ford a connu également un recul de 23,9 % en 1990 à 18,3 % en 2005. Les marques japonaises sont les bénéficiaires de cette évolution : Toyota a vu sa part de marché passer sur la même période de 7,6 % à 12,2 %, Honda de 6,2 % à 8,2 % et Nissan de 4,5 % à 5,8 %.

La diminution de la notation de crédit de General Motors par Standard & Poors repositionne les deux groupes au même niveau, à savoir un cran au dessus du rating d'un junk bond. Standard & Poors établit cependant une légère différence. En effet, l'agence de notation considère que les problèmes rencontrés par Ford sont d'une moindre ampleur que ceux de General Motors. Ainsi, General Motors devra améliorer ses résultats si elle veut maintenir sa cotation, ce qui n'est pas le cas de Ford.

A l'instar de General Motors, la plus grande partie du bénéfice a été réalisée en 2004 par la division financière du groupe, Ford Credit. En 2004, le bénéfice brut du groupe Ford atteignait 5,8 milliards de dollars. Seuls 0,8 milliards de dollars ont été générés par la division automobile.

Les attentes bénéficiaires moyennes ont été abaissées par les analystes durant le mois dernier de 4,6 % pour 2005 et de 3,2 % pour 2006..



■ Notre opinion

Même si la situation chez Ford est moins grave que chez General Motors et nonobstant sa valorisation en bourse relativement basse, nous restons à l'écart de la valeur tant que nous n'obtenons pas un meilleur aperçu tant de l'évolution des parts de marché de Ford que des négociations éventuelles avec le syndicat du secteur automobile, UAW.

■ Analyse Fondamentale

| | |
|--------------------------------------|---------|
| Valeur comptable : | 8,8 USD |
| Valeur Actif Net tangible : | 4,8 USD |
| Ratio Cours / Valeur Comptable : | 1,3 |
| Ratio Cours / Bénéfice (PER) : | 5,4 |
| Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 : | 6,8 |
| Rendement brut du dividende : | 3,5% |
| Endettement : | 1.022% |
| Prochains résultats: | 20/4 |

■ Analyse Technique

L'analyse technique à très court terme est particulièrement négative pour Ford et invite plutôt l'investisseur à vendre Ford qu'à acheter. Négatif depuis le 10 janvier dernier, le MACD à court terme reste baissier, même après son dernier silver cross à la vente du 16 mars. Quant aux stochastiques, nous sommes certes en position de sous-évaluation technique, mais aucune inflexion n'est en vue. Et même si les bandes de Bollinger prévoient un trading entre 11,07 USD et 13,30 USD, elles ne font que refléter la volatilité accrue sur le cours des derniers jours. L'investisseur prudent attendra donc une inflexion des stochastiques et du MACD pour envisager d'entrer dans la valeur.

■ D'IETEREN (DIE - Euronext Bruxelles) - Distribution Automobile - 178,00 EUR

■ Profil

Depuis plus de 50 ans, D'Ieteren distribue en Belgique les véhicules du groupe Volkswagen. D'Ieteren distribue également les motos du groupe Yamaha. D'Ieteren contrôle également 59,6 % d'AVIS Europe, qui est active dans le secteur de la location de véhicules dans le monde entier à l'exception du continent américain, soit dans près de 110 pays. Finalement, D'Ieteren est également active dans la réparation des bris de vitres via sa participation à 73,7 % dans Belron (qui détient les marques Belron, Carglass et O'Brien). Belron est active dans 27 pays.

Le bénéfice net courant s'éblissait en 2004 à 96.4 millions d'EUR et se répartissait comme suit :

| | |
|-----------------------------|-----|
| ■ Distribution automobile : | 46% |
| ■ AVIS Europe : | 25% |
| ■ Belron : | 29% |

■ Perspectives

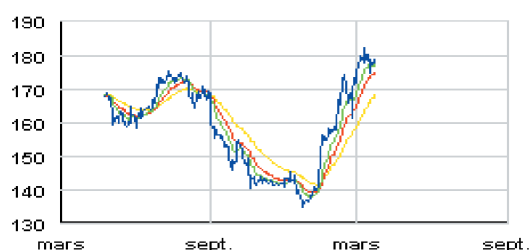
D'Ieteren n'est pas parvenu en 2004 à atteindre son objectif premier, à savoir atteindre une part de marché de 18,5 %. Avec 18,11 % de part de marché, le groupe n'est certes pas très loin de cet objectif, et aux vues de la mauvaise première partie de l'année, ce résultat a clairement dépassé nos attentes.

La division distribution automobile a pu augmenter son cash flow opérationnel de 19 %, et ce grâce à une forte hausse de son chiffre d'affaire (16 %) et à un bon contrôle des coûts. L'effet négatif des promotions sur les modèles Golf et Polo a donc été plus que compensé. En 2005, D'Ieteren table sur une part de marché de presque 19 %.

Les différentes rumeurs sur la reprise éventuelle d'AVIS Europe ont engendré une spéculation sur le cours de la filiale de D'Ieteren qui a connu une croissance de son cours de près de 20%. Le cours de la maison mère a suivi et a augmenté presque mécaniquement de près de 8,9 EUR¹. Cependant, AVIS Europe a dégagé en 2004 une hausse d'à peine 0,6 % de son chiffre d'affaire et a vu ses marges opérationnelles baisser. Nous ne nous attendons pas à une amélioration immédiate de sa situation en 2005. L'attention des investisseurs portera sur la capacité d'AVIS Europe d'augmenter sa productivité.

Finalement, la filiale Belron a réalisé en 2004 une croissance autonome de son chiffre d'affaire de 1,9 %. Cependant, grâce à un bon contrôle des coûts, le bénéfice opérationnel a pu croître de 15 %. Néanmoins, nous sommes toujours d'avis que D'Ieteren a payé 50 % trop cher pour l'acquisition de Belron, étant donné la faible croissance autonome de la société et les synergies limitées. Pour 2005, Belron s'attend à une croissance similaire à celle de 2004.

Les attentes bénéficiaires moyennes des analystes sont bien montées durant le dernier mois, avec une hausse de 7,5 % pour 2005 et de 3,2 % pour 2006.



■ Notre opinion

Les rumeurs de reprise d'AVIS Europe et les résultats légèrement supérieurs aux attentes dans le département de distribution automobile ont suffi pour faire monter le cours fortement. Notre dernière valorisation (certes conservatrice) était de 167 EUR par titre. Au cours actuel d'AVIS Europe, et compte tenu des nouveaux résultats, nous portons notre valorisation à 191 EUR. Après une correction technique du titre, nous sommes acheteur du titre D'Ieteren.

■ Analyse Fondamentale

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| Valeur Comptable : | 139,9 EUR |
| Valeur Actif Net Tangible : | 7,6 EUR |
| Ratio Cours / Valeur Comptable : | 1,3 |
| Ratio Cours / Bénéfice (PER) : | 10,8 |
| Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 : | 11,7 |
| Rendement brut du dividende : | 1,3% |
| Endettement : | 60% |
| Prochains résultats : | 7/2005 |

¹ Une variation du cours d'AVIS Europe d'un pence représente 0,9 EUR de valeur chez D'Ieteren (en prenant un taux de change de la Livre contre l'Euro de 0,70).

Gestion de Fortune

08 NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,2

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 107,85 EUR.

| ALLOCATION DES ACTIFS | | |
|-----------------------|-----------|-------|
| | benchmark | fonds |
| actions | 100% | 100% |
| cash | 0% | 0% |

| ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR | | |
|--|-----------|--------|
| | benchmark | fonds |
| Europe | 31,10% | 36,60% |
| Am. Nord | 55,80% | 17,28% |
| Pac. & Em. | 13,10% | 29,88% |
| Secteurs | - | 16,25% |

| PROFIL DE RISQUE : portefeuille très dynamique | |
|--|---------------|
| Risque de devise : | important |
| Risque de marché : | important |
| Degré de risque (1 à 5) : | 5 (élevé) |
| Horizon de placement : | plus de 5 ans |

| PERFORMANCE | | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|---------|----------------|
| Performance (%) | 1 mois | 3 mois | 6 mois | 12 mois | Année en cours |
| Leleux Invest | 0,91 | 4,77 | 8,04 | 1,89 | 0,91 |
| MSCI Wld NTR (€) | 1,55 | 3,75 | 3,36 | 3,97 | 1,55 |

| TOP 5 des gestionnaires de fonds sélectionnés |
|---|
| State Street Emerging Markets |
| ING (L) Euro High Dividend |
| Raiffeisen Osteuropa Aktien |
| Vanguard European Stock Index |
| First State Asia Pacific |

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 actuellement en position sur le titre Nokia, à un cours moyen d'acquisition de 12,81 EUR. Nous avons pris une seconde position sur le titre Electrabel à 334,50 EUR, visant un objectif de cours à 360,00 EUR. Nous avons vendu les obligations émises par General Motors.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations sur notre service de gestion de fortune.

■ **Samedi 16 avril 2005**

**Salon de la VFB
(Vlaamse Federatie van de Belegingsclubs)**

Lieu : Alpheusdal - Antwerpen-Berchem
 Heure : de 9h à 17h
 Renseignements : Agence de Bruxelles - Guido Cloetens - Tél : 02/250.12.13

■ **Jeudi 21 avril 2005**

Séminaire : Formation de base sur les Options

Lieu : Tournai
 Heure : 19h
 Renseignements : Agence de Tournai - Claudine Thomassion - Tel : 069/64.69.00

■ **Jeudi 28 avril 2005**

Séminaire : Formation de base sur les Options

Lieu : Mons
 Heure : 19h
 Renseignements : Agence de Mons-Bertaimont - Roseline Bisoux - Tel : 065/84.00.00
 Agence de Mons-Havré - Sarah Astierperet - Tel : 065/31.13.76

| | | |
|----------------------------|--|----------------------|
| 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, 4A | Tél: +32 15 43 29 99 |
| MELSELE | Kerkplein, 13 | Tél: +32 3 775 61 25 |
| MONS – BERTAIMONT | Rue de Bertaimont, 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

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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 25 mars 2005