

Edito

Face à des marchés plus nerveux à l'approche des élections présidentielles américaines du 2 novembre prochain, il est impératif que l'investisseur particulier face preuve de prévoyance et prenne les mesures adéquates afin de sécuriser son portefeuille.

Avant toute chose, l'investisseur particulier se doit de définir avec précision son profil d'investisseur, sur base du risque qu'il est prêt à encourir et de son horizon temporel. Investit-il un capital afin de l'utiliser dans trois ans, s'agit-il d'un portefeuille d'investissement à long terme, est-il averse au risque ? Les réponses à ces questions vont lui permettre de définir avec précision son profil d'investisseur. Dès lors, une diversification adéquate du portefeuille peut être opérée, mélangeant bons d'Etat, euro-obligations, actions de fonds de portefeuille, actions plus risquées ou encore produits dérivés afin d'offrir le rendement le plus élevé possible correspondant au profil de risque choisi.

La partie obligataire d'un portefeuille, qui offre un rendement de base, mais surtout une sécurité importante, se doit d'être à ce titre particulièrement bien composée. Vous trouverez dans les pages qui suivent plusieurs idées d'investissements obligataires, ainsi que plusieurs suggestions de diversification des devises.

Aux cotés des euro-obligations, les actions dites de fonds de portefeuille offrent un rendement appréciable. Ce rendement peut être encore amélioré, et la saison des coupons s'éloignant, à un coût relativement réduit. Ainsi, l'achat de strip VVPR peut doper le rendement de vos actions de fonds de portefeuille, telles que Fortis, Dexia, Total, Suez ou Electrabel. Vous trouverez ainsi dans notre rubrique Analyse de Valeur deux analyses de valeurs bancaires faisant partie de cette catégorie (Fortis et Dexia).

Depuis l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000, notre Maison recommande à sa clientèle d'appliquer une stratégie de trading pour vos positions en actions plus risquées, à savoir des opérations d'achats et ventes rapides, en opposition à celle du Buy & Hold (Acheter et conserver). Les outils que nous mettons à votre

disposition, tels que l'analyse technique, les alertes sur cours ou encore les ordres stop loss, vous offrent la possibilité de réaliser des plus-values intéressantes à court terme tout en limitant au maximum votre risque. Bien naturellement, il ne faut pas être trop gourmand. Mieux vaut réaliser quatre plus-values rapides de 5 % que de conserver une position durant une période plus longue dans l'espoir d'obtenir une plus-value de 20 %. Vendre à temps reste et restera déterminant dans les marchés que nous connaissons actuellement.

N'oubliez pas non plus que d'autres outils de couverture de votre portefeuille existent, tels que l'achat de produits dérivés. Finalement, pour les investisseurs tentés par l'immobilier, l'achat de Sicafi telles que Befimmo ou Cofinimmo reste une solution nettement moins contraignante et tout aussi voir plus rentable que l'investissement direct dans un bien immobilier.

Chaque jour ouvrable, de 8 à 22h, notre équipe reste à votre entière disposition pour étudier avec vous toutes ces possibilités. Vous assister dans vos opérations boursières et financières, voilà la valeur ajoutée que nous avons la prétention de vous proposer. N'hésitez pas dès lors à consulter votre chargé de clientèle habituel.


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)

329,27 +1,90%⁽¹⁾ 
-2,48%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

2.662,91 +4,10%⁽¹⁾ 
+18,66%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

3.690,73 +2,68%⁽¹⁾ 
+3,73%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

3.936,51 +4,00%⁽¹⁾ 
-0,72%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

4.598,60 +3,12%⁽¹⁾ 
+2,72%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

5.562,70 +2,60%⁽¹⁾ 
+1,37%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.706,82 +3,31%⁽¹⁾ 
+1,75%⁽²⁾ 

DJII (USA)

10.128,57 -0,45%⁽¹⁾ 
-3,11%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

1.892,24 +2,95%⁽¹⁾ 
-5,55%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

8.603,29 +2,70%⁽¹⁾ 
+4,65%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

11.019,41 -0,56%⁽¹⁾ 
+3,21%⁽²⁾ 

MSCI World

1.055,97 +2,56%⁽¹⁾ 
+1,90%⁽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)

0,82 -0,50%⁽¹⁾
+2,79%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,46 -1,04%⁽¹⁾
+3,24%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,74 -1,75%⁽¹⁾
-0,25%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -0,07%⁽¹⁾
+0,31%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,44 +0,00%⁽¹⁾
+0,12%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 -0,21%⁽¹⁾
+0,93%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,58 -0,16%⁽¹⁾
-3,48%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,64 +1,78%⁽¹⁾
+3,70%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,17 +1,06%⁽¹⁾
+2,72%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +3,24%⁽¹⁾
+5,52%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +1,01%⁽¹⁾
+6,33%⁽²⁾

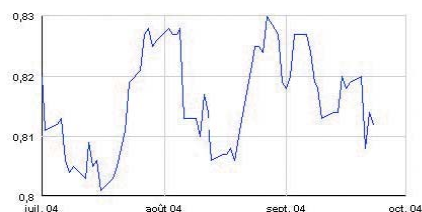
SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,90%⁽¹⁾
+0,00%⁽²⁾

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

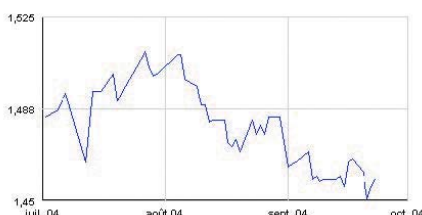
USD/EUR

Le dollar a accusé un recul durant le mois dernier suite à la crainte des marchés de voir le mouvement de hausse des taux d'intérêt s'arrêter prochainement. La FED a rectifié le tir le 21 septembre dernier en remontant ses taux d'intérêt, permettant ainsi au dollar de s'apprécier quelque peu.



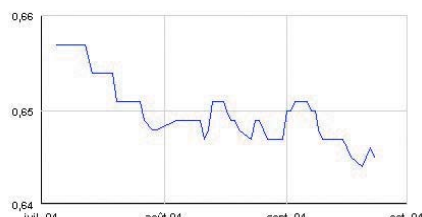
GBP/EUR

La livre anglaise a poursuivi sa descente en septembre. Il semble bien que le cycle des taux aie atteint son maximum au Royaume-Uni. Il reste cependant un problème structurel sur le long terme : le manque de pétrole. Les champs pétroliers en mer du Nord produisent de moins en moins de barils par an.



CHF/EUR

Le franc suisse a connu ce mois-ci une baisse sensible. Le marché craint en effet que l'économie suisse n'aie atteint son sommet conjoncturel. Plusieurs indicateurs économiques sont en effet passés dans le rouge.



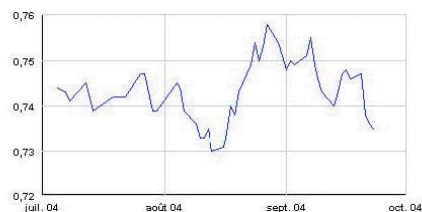
NOK/EUR

En Norvège, la Couronne a légèrement diminué, suite à l'absence de remontée des taux par la banque centrale norvégienne, qui attend que la situation économique du pays soit suffisamment repartie pour engendrer de l'inflation. Le marché a ensuite corrigé le mouvement en fin de période.



JPY/EUR

Mouvement à la baisse du Yen qui a retrouvé son niveau de juillet. Les exportations ont en effet cru moins vite qu'en juillet et la croissance économique est retombée durant le second trimestre à 1,3 % (niveau le plus bas depuis 5 trimestres).



DKK/EUR

La couronne danoise fait-elle déjà partie de facto de la zone euro ? C'est la question que l'on est en droit de se poser en observant le graphique du mois écoulé.



Euro-Obligations

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

Par le passé, la diversification de la partie obligataire d'un portefeuille se faisait principalement soit vers des devises qui font aujourd'hui partie de l'euro, soit vers les dollars canadiens et américains.

Depuis l'apparition de l'euro en 1999, la diversification des euro-obligations doit s'opérer autrement. De nouvelles zones de croissance économique ont vu le jour et offrent désormais de belles opportunités. Deux zones retiennent particulièrement notre attention depuis plusieurs mois. Tout d'abord, la zone asiatique-pacifique offre des perspectives de développement intéressante. Ainsi, les pays exportateurs de matières premières vers la Chine, tels que l'Australie ou la Nouvelle Zélande, peuvent offrir une diversification intéressante.

Une autre zone à ne pas oublier reste l'Europe de l'Est, et principalement trois pays des nouveaux membres de l'Union Européenne, à savoir la Pologne, la Hongrie et la Tchéquie. Leur entrée à moyen terme dans l'Union monétaire assure à leur monnaie respective (le forint hongrois, la couronne tchèque et le zloty polonais) une certaine stabilité, permettant de profiter sans trop de risques des rendements intéressants proposés par leurs émetteurs.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1536% +14,06 ⁽¹⁾ 
+11,36 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

3,9989% +2,29 ⁽¹⁾ 
-28,71 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

1,6692% +9,72 ⁽¹⁾ 
+71,42 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,0467% -5,13 ⁽¹⁾ 
+7,37 ⁽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
AUD	BNG	5,500 %	05/11/2007	101,125 %	5,090 %	Aaa
	RABOBANK	5,750 %	06/10/2009	100,831 %	5,560 %	Aaa
	GECC	5,750 %	29/09/2008	101,133 %	5,430 %	Aaa
HUF	EIB	8,750 %	29/09/2008	99,050 %	9,040 %	Aaa
EUR	FORTIS	4,500 %	28/10/2016	102,000 %	4,280 %	Aa3
NOK	KOMMUNALBANK	4,000 %	02/11/2011	101,685 %	3,720 %	Aaa
	FORD CREDIT	4,625 %	25/10/2010	101,410 %	4,350 %	A3
NZD	BNG	6,500 %	05/10/2007	101,055 %	6,105 %	Aaa
	GECC	6,500 %	14/10/2008	100,550 %	6,340 %	Aaa
SEK	EUROFIMA	4,375 %	29/12/2011	101,483 %	4,130 %	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

Le débat économique aux Etats-Unis est désormais complètement occulté par les futures élections présidentielles qui auront lieu le 2 novembre prochain. Durant la dernière session de questions-réponses d'Alan Greenspan devant le Congrès américain, le président de la Fed a dû slalomer habilement entre les questions des Républicains et des Démocrates, chaque groupe politique tentant de lui arracher un quelconque soutien à leur programme politique respectif.

L'économie américaine continue à croître fortement. L'OCDE attend pour 2004 une croissance réelle de 4,30 %. Une question essentielle reste cependant posée : que se passera-t-il si les stimuli externes, tels que les réductions d'impôts de l'administration Bush, disparaissent ? A côté de l'optimisme de beaucoup d'entrepreneurs, de plus en plus de voix dissonantes se font entendre. Stephen Roach, de Morgan Stanley, s'inquiète depuis quelques temps de la santé intrinsèque de l'économie américaine : la croissance est surtout rendue possible par le financement extérieur de la dette américaine par l'Asie. Toujours selon Morgan Stanley, la capacité nette de financement des nouveaux investissements est à 1,9 % du niveau le plus bas enregistré aux Etats-Unis (0,4 % en 2003). Les Etats-Unis sont dès lors obligés de faire appel à l'épargne internationale afin de financer le déficit de leur balance commerciale. A la fin du mois de juillet, 48 % de la dette publique américaine était détenue par des investisseurs étrangers, contre 41 % en 2003 et 38 % en 2002. Cette situation est potentiellement dangereuse : une légère diminution de l'intérêt international pour l'économie américaine pourrait ainsi avoir un impact très important sur les taux d'intérêt. Etant donné que le déficit public et le déficit des ménages continuent de s'enfoncer dans l'endettement, l'économie devient de plus en plus sensible à une hausse des taux d'intérêt. Cette épée de Damocles menace ainsi la santé économique des Etats-Unis. Greenspan a d'ailleurs prévenu qu'un effet boule-de-neige (bien connu en Belgique) pourrait survenir.

Au même moment, les premiers signes d'un ralentissement de la croissance apparaissent : ainsi, l'indicateur de croissance hebdomadaire des 8 derniers mois de l'institut économique ECRU diminue depuis juin. Nous pourrions donc connaître au début 2005 un ralentissement de la croissance économique, ce qui dénoterait sensiblement des attentes optimistes de l'OCDE. Craindre une récession est encore trop tôt, mais il est opportun de rester attentif, surtout avec un marché des actions déjà très cher et caractérisé par une forte volatilité.

■ Euro-zone

Les prévisions de croissance s'améliorent. L'OCDE s'attend à une croissance réelle pour toute la zone en 2004 de 1,6 % à 2 %. Le 22 septembre, le président de la Banque Centrale Européenne, Jean-Claude Trichet, a déclaré s'attendre à une croissance pour 2005 se situant entre 1,8 % et 2,2 %, croissance soutenue selon lui par les exportations dopées par une forte demande mondiale. Jean-Claude Trichet s'attend d'ailleurs à ce que les consommateurs augmentent l'année prochaine leur consommation, ce qui renforcerait le redressement économique du continent, actuellement engendré principalement par le dynamisme des entreprises. Du côté du pétrole, la BCE estime que la hausse récente des cours n'a eu que très peu de conséquences négatives (l'impact réel est moins grand que le choc pétrolier des années septantes). Dès lors, la BCE ne voit pas la nécessité de monter ses taux d'intérêt. Il semble bien que la BCE aie opté, comme sa collègue américaine, pour une inflation peut être trop haute, plutôt que pour une croissance trop basse. La zone euro reste de toute façon moins sensible aux taux d'intérêt que les Etats-Unis. Selon nos analystes, les taux d'intérêt à court terme des deux zones se rejoindront prochainement aux alentours de 2 %. Il ne reste plus qu'à attendre que les prévisions les plus optimistes soient confirmées, notamment dans le sentiment de confiance des entreprises. A noter que ce sentiment baisse en Allemagne depuis le début de l'année, mais indique encore toujours une expansion de l'économie.

■ Japon

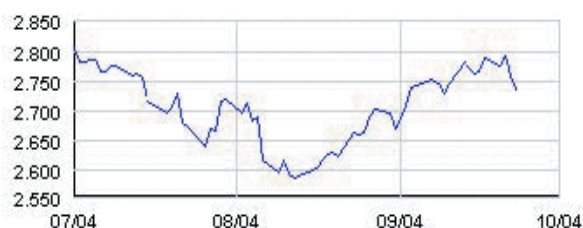
L'économie japonaise reste soutenue par les investissements importants de ses entreprises. L'OCDE y prévoit d'ailleurs une belle croissance réelle de 3 % à 4,4 % pour 2004. Comme au sein de la zone Euro, les experts espèrent que la consommation reprenne le fambleau. La confiance des entrepreneurs continue à monter sans faiblir depuis le début de 2002. Par contre, la confiance des consommateurs reste en retard, partant au milieu 2003 d'un niveau excessivement bas et se situant maintenant en zone neutre. Les salariés japonais n'ont pas connu de croissance réelle de salaire, y compris durant la période déflatoire qu'a connu le pays. Il s'agit là d'un élément déterminant sur la confiance du consommateur. Le fait que la Chine tente maintenant de ralentir sa propre croissance économique, aura certainement une influence sur l'activité industrielle japonaise et la confiance des consommateurs.

Marchés boursiers

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

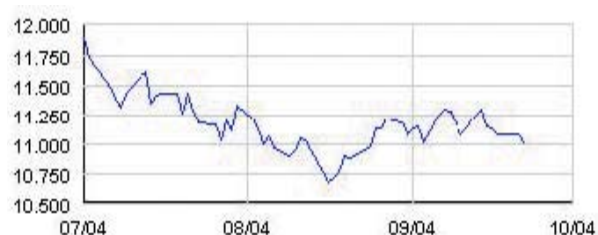
■ DJ Stoxx 50

L'Euro Stoxx 50 a progressé de près de 3 % durant le mois dernier. La plus grande partie de cette hausse provient des actions du secteur pétrolier et du secteur financier. L'amélioration des perspectives de croissance a eu également un effet positif.



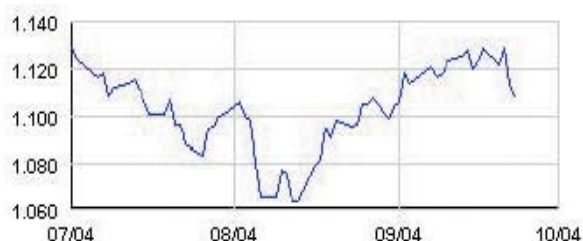
■ Nikkei 225

Le Nikkei a légèrement reculé durant le mois de septembre, ce qui a eu également un impact sur le Yen. La croissance des exportations, moins élevée qu'attendue, et la croissance économique du second trimestre, la plus faible depuis 5 trimestres, sont les principaux facteurs explicatifs de ce recul.



■ S & P 500

La remontée au final de l'indice est principalement due au comportement positif des valeurs technologiques et des valeurs pétrolières, le mois se terminant sur une note plus prudente que les premiers jours de septembre.



■ FTSE 100

Le FTSE a suivi à la lettre le comportement de l'Euro Stoxx 50 avec une progression de près de 3%. Ici également, les valeurs financières et pétrolières ont largement contribué à sa bonne tenue.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
Japon	Indice Tankan des industries	23	22	01/10
Japon	Indice Tankan des services	12	9	01/10
Japon	Indice des prix à la consommation	-0,1%	0,0%	01/10
EU	Indice des prix à la production de la zone Euro	n/a	2,8%	04/10
USA	Indice de confiance des acheteurs du secteur des services	n/a	58,2	05/10
EU	Comité directeur des taux d'intérêt de la BCE	2,00%	2,00%	07/10
USA	Chiffres du chômage	n/a	5,4%	08/10
Japon	Produit National Brut (PNB)	n/a	1,3%	12/10
USA	Balance commerciale	n/a	- \$50,1 Md	14/10
USA	Indice des prix à la production	n/a	3,4%	15/10
USA	Déficit public	n/a	- \$41,1 Md	15/10
USA	Utilisation de la capacité de production	n/a	77,3%	15/10
USA	Indice des prix à la consommation	n/a	2,7%	19/10

Analyses de valeurs

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

■ FORTIS (FORB – Euronext Bruxelles) – Banques – 18,99 EUR

■ Profil

Fortis est un fournisseur de services financiers dans la banque et l'assurance. Elle offre à sa clientèle particulière, d'affaires et institutionnelle un ensemble vaste de produits et de services, tant par ses propres réseaux de distribution qu'au travers d'intermédiaires.

Le résultat opérationnel net se répartit entre :

- Banque retail : 41%
- Banque commerciale : 19%
- Services d'investissement : 13%
- Assurances aux Pays-Bas : 14%
- Assurances en Belgique : 8%
- Assurances internationales : 5%

Fortis a introduit en Bourse de New York en 2004 sa filiale américaine Assurant. Fortis détient encore un intérêt de 45,7 % dans Assurant, ce qui représente 5,7 % de la capitalisation de Fortis.

■ Perspectives

Les résultats sur la première moitié de 2004 ont connu une très belle croissance du résultat opérationnel net. Le facteur le plus déterminant dans cette croissance spectaculaire a été les plus-values non réalisées sur le portefeuille d'actions qui passent d'une perte de 0,8 milliard d'euros à un gain de 0,3 milliard d'euros. Il s'agit là d'une différence d'environ 1 milliard d'euros qui doit cependant être pris avec un grain de sel. En effet, il s'agit de plus-values non réalisées qui dépendent fortement de l'évolution des marchés financiers. Le portefeuille d'actions de Fortis ne représente que 4,3 % du portefeuille complet d'investissement du groupe, mais a tout de même été responsable de la plus grande partie des variations des plus-values.

Plus essentiel pour les perspectives de la firme, il est à noter les diminutions de valeurs sur emprunts, qui ont été plus basses que prévues (à l'instar de Dexia), et le bon contrôle des coûts du groupe.

Ces deux éléments ont permis aux analystes de réhausser leurs pronostics de bénéfice. Les attentes bénéficiaires moyennes sont ainsi de 1,91 EUR par

action en 2004 (soit une augmentation de 3 %) et de 2,04 EUR par action en 2005 (soit une augmentation de 0,8 %).



■ Notre opinion

Par rapport aux autres valeurs européennes du même secteur, Fortis est une valeur bon marché : le Ratio Cours/Bénéfice estimé pour 2004 de Fortis s'élève à 9,4 (contre une moyenne de 12,1) et le rendement brut du dividende à 4,8 % (contre un rendement moyen de 3,1 %). Dans une perspective à long terme, Fortis nous paraît donc attrayante, mais il serait plus prudent d'attendre un recul de cours aux alentours de 18 EUR pour prendre une nouvelle position.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	10,10 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,9
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	10,1
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	9,4
Rendement brut du dividende :	4,8 %
Endettement :	33,03 %
Prochains résultats :	24/11

■ Analyse Technique

Comme pour la plupart des valeurs analysés ce mois-ci, le recul du cours de Fortis en fin de mois était annoncé dès le 17 septembre par une inflexion du MACD 8/13. Les bandes de Bollinger nous renseignent sur la volatilité de Fortis, qui nous offre une plage de trading située entre 18,23 EUR et 19,60 EUR, soit 7,50 % de plus-value potentielle. On attendra dès lors le retournement des stochastiques en zone de sous-évaluation technique pour rentrer dans le titre.

■ DEXIA (DEXB – Euronext Bruxelles) – Banques – 14,85 EUR

■ Profil

Dexia est un groupe bancaire franco-belge qui repose sur 4 piliers : financement de collectivités locales, services financiers aux particuliers (retail banking et assurance), gestion privée (gestion de fortune, intermédiation boursière et private banking) et trésorerie.

Le bénéfice net par pilier se répartissait à la fin 2003 entre :

- Services aux collectivités : 51%
- Particuliers : 19%
- Gestion privée : 13%
- Trésorerie : 17%

■ Perspectives

L'évolution du cours de Dexia a été principalement influencée l'année dernière par l'affaire Legio Lease. Comme ce dossier apparaît aujourd'hui comme moins dangereux qu'on l'avait craint au début, le cours de l'action a doublé depuis son point le plus bas de 7,1 EUR en mars 2003. Le cours a retrouvé son niveau de 1998-2000. Afin de boucler le dossier épineux de Legio Lease, Dexia a annoncé qu'elle allait négocier au cas par cas, client par client. Cette opération devrait permettre à Dexia de déboursier moins par rapport à un règlement collectif.

Les résultats sur la première moitié de 2004 ont été légèrement meilleurs qu'attendus. Le résultat brut opérationnel a atteint 1,3 milliard d'Euro, en hausse de 9,6 %, avec comme pilier engendrant cette croissance celui du service aux particuliers (en hausse de 34 %). L'intégration d'Artesia a engendré des économies d'échelles qui ont permis ce résultat. Dexia s'attend d'ailleurs pour les années à venir à une structure de coûts qui va croître plus lentement que ses revenus.

Durant le premier semestre, le chiffre d'affaire a cru de 5,8 % tandis que les coûts restaient stables (en légère diminution de 0,3 %). Comme pour Fortis, la plupart des analystes ont revu à la hausse leurs attentes de résultats pour 2004 et 2005 (respectivement 6 % et 3,1 %), ce qui donne une attente de résultat par action de respectivement 1,46 EUR et 1,54 EUR pour 2005.

La direction de Dexia reste quant à elle vague dans ses prévisions, évoquant une croissance du résultat à deux chiffres, mais elle nous semble plus sûre d'elle qu'il y a quelques mois ...



■ Notre opinion

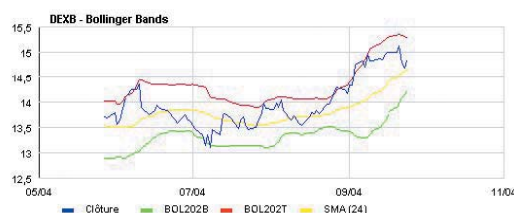
Suite à la révision à la hausse des attentes bénéficiaires, le PER estimé de Dexia est passé à 9,7, ce qui est comparable à Fortis. A noter que la révision des bénéfices a été plus grande pour Dexia que pour Fortis. Le rapport Cours/Bénéfice est également comparable à Fortis, mais le rendement brut est par contre plus bas (3,5 % contre 4,8 %), ce qui est imputable au fait que Fortis distribue une plus grande partie de son bénéfice à ses actionnaires. (55 % pour Fortis contre 43 % pour Dexia). Nous estimons dès lors que Dexia est digne d'achat aux alentours de 15 EUR.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	8,50 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	7,37 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,8
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	10,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	9,7
Rendement brut du dividende :	3,5 %
Endettement :	59,64 %
Prochains résultats :	16/11

■ Analyse Technique

Le recul du cours en fin de mois, annoncé dès le 14 septembre par un silver cross à la vente du MACD 6/13, nous amène à attendre un retournement des stochastiques à 8 jour en zone de sous-évaluation technique. La volatilité actuelle de Dexia nous permet d'effectuer des allers et retours sur le titre entre 14,22 et 15,30 EUR, soit une plus-value potentielle de 7,50 %.



■ ALCATEL (CGE – Euronext Paris) – Télécommunication – 9,51 EUR

■ Profil

Alcatel développe, produit et commercialise du cablage et des produits de télécommunication, propose des services de télécommunication. Leur gamme de produits et services s'étend des appareils de téléphonie mobile aux systèmes d'ondes radio, aux centraux téléphoniques, aux réseaux sous-marins, ainsi qu'aux éléments optiques et électroniques, aux solutions pour les besoins des entreprises, à des services d'opérateurs de télédistribution et finalement à des services d'accès à Internet.

En 2003, le chiffre d'affaires d'Alcatel (12,5 milliard d'EUR) se répartissait entre :

- Communication par ligne fixe : 44 %
- Communication par mobile : 28 %
- Communication pour particuliers : 28 %

Le chiffre d'affaires se répartit par région entre :

- L'Europe de l'Ouest : 42 %
- L'Amérique du Nord : 15 %
- L'Asie : 18 %
- L'Europe de l'Est : 8 %
- Le reste du monde : 17 %

■ Perspectives

Après l'effondrement du marché des valeurs technologiques ces dernières années, Alcatel tente désormais de se positionner non plus en tant que pur fournisseur, mais en tant que fournisseur de solutions globales. Afin d'atteindre ce nouvel objectif, Alcatel achète et revend des divisions pour parfaire la complémentarité de ses activités. Ainsi, le 17 septembre dernier, Alcatel a confirmé la vente de sa division Systèmes Electriques. Le même jour, Alcatel confirmait également le rachat de Spatial Wireless (Communication mobile) pour 200 millions d'EUR.

Les résultats du second trimestre ont connu une augmentation raisonnable du chiffre d'affaires de 4 % à 3,1 milliards d'Euros. La principale source de croissance provenait des services de communication aux particuliers qui a crû de 7 %. Alcatel enregistre une perte nette de 23 millions d'euros (contre une perte nette de 675 millions l'année dernière), suite à des frais de restructuration importants et à des moins-values sur la revente des divisions cédées.

Le 17 septembre, Alcatel a confirmé ses prévisions d'une croissance du chiffre d'affaire d'au moins 10 % pour le troisième trimestre et de 5 à 10 % pour l'ensemble de l'année 2004.



■ Notre opinion

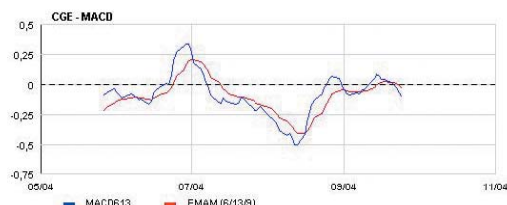
Alcatel ne parvient pas à nous séduire. Un rapport Cours/Bénéfice de 23,4 est trop élevé. Même après la confirmation des attentes de croissance du chiffre d'affaires (à la différence de Nortel Networks qui a dû réduire ses attentes de croissance de chiffre d'affaires à environ 5 %), nous n'attendons pas de prestations spectaculaires du cours d'Alcatel. Nous sommes vendeur sur le titre à 10,50 EUR.

■ Analyse Fondamentale

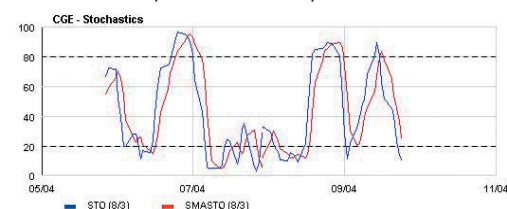
Valeur Comptable :	2,69 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	- 0,89 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	3,70
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	34,60
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	23,40
Endettement :	174,7 %
Prochains résultats :	28/10

■ Analyse Technique

Le MACD 6/13 vient de confirmer son silver cross à la vente du 17 septembre dernier par un golden cross à la vente le 21. Il faudra tout d'abord attendre au minimum un silver cross à l'achat pour réétudier la valeur.



Les stochastiques semblent nous indiquer que la fin de la période de vente du titre est proche. Quant à la volatilité actuelle d'Alcatel, la plage de trading s'étend entre 9,36 EUR et 10,21 EUR.



■ L'ORÉAL (OR – Euronext Paris) – Produits de soins – 53,25 EUR

■ Profil

L'Oréal développe, produit et commercialise des produits de soins et beauté. Dans la gamme de ses produits, nous retrouvons entre autre des produits à usage professionnel pour les soins des cheveux, ainsi que des cosmétiques, des soins de la peau et des parfums à usage des consommateurs finaux.

Le chiffre d'affaires de 14 milliards d'Euros en 2003 se répartissait entre les produits suivants :

- Soins des cheveux : 24,6%
- Cosmétique : 20,8%
- Soins de la peau : 20,8%
- Produits de coloration : 17,5%
- Parfums : 10,7%
- Divers : 5,6%

Le chiffre d'affaires se répartit entre :

- Europe de l'Ouest : 52,7%
- Amérique du Nord : 27,6%
- Reste du monde : 19,7%

L'Oréal est contrôlé à 27,5 % par la famille Bettencourt et par Nestlé à 26,4%.

■ Perspectives

Le chiffre d'affaires du seconde trimestre est en dessous des attentes : la croissance n'a été que de 7,5 % là où on attendait une croissance de 9,7 %. Ce problème de croissance provient de la faible consommation des consommateurs européens, et ce principalement en France où L'Oréal réalise 14 % de son chiffre d'affaires. Les consommateurs ont en effet privilégié les magasins pratiquant des prix cassés, où peu de produits L'Oréal sont distribués et avec de plus faibles marges. Il a fallu également compter avec la forte concurrence de l'américain P&G. Le cours de l'action a ainsi connu une baisse importante de 14 % en juillet dernier.

L'Oréal a pourtant connu une forte croissance dans le reste du monde, comme en Asie avec 22 % de croissance, ou en Europe de l'Est avec 33 %, ce qui permet d'espérer que ces régions contribueront à moyen terme pour beaucoup aux bénéfices de la société, venant se superposer à une reprise de la consommation en Europe de l'Ouest. Cependant, il s'agit bien d'une vision à moyen terme, et L'Oréal reste actuellement très dépendante du marché de l'Europe de l'Ouest. La confiance des consommateurs joue un rôle primordial.

L'entreprise a légèrement diminué ses attentes de croissance pour 2004 de 7 % à 6,4 %, arguant de la croissance plus lente que prévue du marché des cosmétiques. La grande majorité des analystes ont diminué le mois dernier leurs attentes de bénéfice à -3 % pour 2004 et surtout à - 8,6 % pour 2005. impacté l'activité de 200 autres.



■ Notre opinion

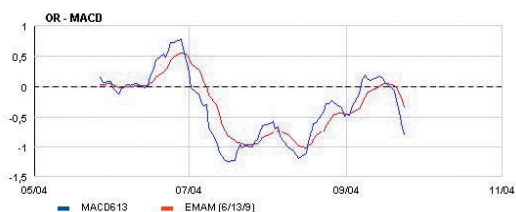
Nous ne sommes pas enthousiastes sur L'Oréal. La confiance des consommateurs relativement fragile en Europe et sa valorisation assez élevée (PER au-delà des 20) nous font éviter momentanément cette valeur.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	10,17 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	3,08 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	5,6
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	23,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	22,3
Rendement brut du dividende :	1,30 %
Endettement :	29,40 %
Prochains résultats :	20/10

■ Analyse Technique

Que faire avec un MACD à court terme qui non seulement confirme son silver cross à la vente par un golden cross à la vente, mais aussi continue à s'effondrer ? Il est clair que le mouvement de vente qui vient de s'abattre sur L'Oréal est plus important que d'habitude. La volatilité du titre, calculée par les bandes de Bollinger, en témoigne : la plage de trading est située entre 53,25 (nous y sommes) et 58,05 EUR. On attendra que le MACD et les stochastiques se retournent durablement.



■ GOOGLE (GOOG – NASDAQ) – Logiciels et Services – 121,00 USD

■ Profil

Google exploite le moteur de recherche bien connu Google.com. Les fonctions de recherche portent sur les adresses des sites internet, les images, les forums de discussions et les actualités. Les concurrents sont entre autre Yahoo!, et prochainement Microsoft. Google a été créé en 1998 et fût introduit en bourse le 18 août dernier.

Le chiffre d'affaires, qui atteint 1,4 milliard d'USD pour le premier semestre de 2004, se compose des différentes catégories :

- Site Internet Google : 48%
- Site Internet Partenaires : 50%
- Licences : 2%

Le chiffre d'affaires hors des Etats-Unis fut celui qui a connu la plus forte croissance. Il représentait 31 % du chiffre d'affaires en juin 2004, contre seulement 18 % fin 2001. A noter que ce chiffre d'affaires est principalement généré chaque fois qu'un Internaute clique sur une publicité (principe du pay-per-click) affichée sur le site internet Google.com ou sur un site d'un des partenaires de Google.

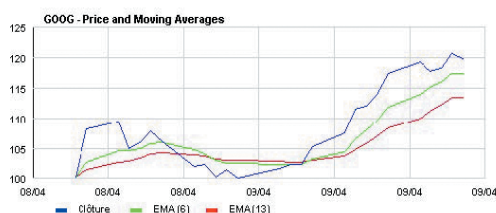
■ Perspectives

L'introduction en Bourse de Google a été un des événements les plus suivies dans l'histoire financière récente. Il s'agissait d'un test important pour le Nasdaq, après le crash des valeurs technologiques des dernières années et le rebon spectaculaire de 2003. En raison des corrections du marché les plus récentes, Google a diminué son prix d'introduction de 135 USD à 85 USD.

Très peu d'informations objectives sont actuellement disponibles sur Google. Nous avons dès lors pratiqué une valorisation de base de Google en utilisant un modèle de Discounted Cash Flow (c'est-à-dire la valeur actuelle des flux financiers futurs pour l'actionnaire). Notre critère de base était un rendement exigé de 11 % (basé sur le profil de risque de Yahoo!). Pour maintenir l'exercice simple, nous nous sommes basés sur le rendement de Google durant le premier semestre 2004. Nous nous attendons donc à une rentabilité stable (sans effets positifs d'économie d'échelle ou sans effets négatifs de marges plus faibles suite à la concurrence de Microsoft par exemple). Nous ramenons la croissance du chiffre d'affaires de 141 % en 2004 à 4 % à partir de 2009. La croissance à long terme est identique à celle du PNB. Aucune entreprise ne peut en effet

croître perpétuellement plus fortement que l'économie,

Dans nos projections, Google réalisera en 2009 un chiffre d'affaires de 10,9 milliards de dollars. Notre modèle nous donne dès lors une valorisation de 70 USD par action, soit une valeur de 19,4 milliards de dollars pour l'ensemble de l'entreprise.



■ Notre opinion

Même si notre valorisation manque de raffinement, elle a au moins le mérite de nous donner une idée de la valorisation de Google. Notre modèle, qui se base sur des perspectives bénéficiaires qui sont même plus optimistes que le consensus du marché, nous donne une valeur de 70 USD par action. Nous sommes bien en dessous du cours actuel de l'action (121 USD). Nous évitons donc actuellement l'action Google.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	7,66 USD
Valeur Actif Net Tangible :	N/A
Ratio Cours / Valeur Comptable :	15,8
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	98,2
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	53,1
Endettement :	0 %
Prochains résultats :	N/A

■ Analyse Technique

Les données sont trop neuves et nous manquons de recul pour analyser convenablement cette valeur d'un point de vue technique. On peut néanmoins noter que le MACD court terme (6/13) est toujours positif, après un golden cross et un silver cross à l'achat le 10 septembre dernier. Par contre, il commence à s'infléchir, ce qui peut constituer les prémisses d'un retournement du cours. Quant aux stochastiques, ils sont en zone de sur-évaluation technique, invitant l'investisseur à attendre une vague de vente du titre avant de s'y intéresser.

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 103,27 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.

■ Samedi 2 Octobre 2004 :

« Dag van de Tips » de la VFB à Anvers-Berchem.

Lieu : Alpheusdal – Filip Williotstraat, 22 – 2600 Berchem
 Horaire : de 9h à 17h
 Langue : Néerlandais
 Stand : Leleux Associated Brokers sera présent au stand numéro 13 B.

■ Mardi 26 Octobre 2004 : Séminaire

« L'amnistie fiscale à deux mois de l'échéance »

Lieu : Waterloo
 Horaire : 19 h
 Langue : Français
 Orateur : Véronique Leleux
 Inscription : Agence de Waterloo – Monsieur Vincent De Praet – Tel : 02/357.14.00

■ Mercredi 27 Octobre 2004 : Séminaire

« Présentation de Leleux On Line »

Lieu : Brugge
 Horaire : 19 h
 Langue : Néerlandais
 Orateur : Tom Verlinde, chargé de clientèle de Leleux Associated Brokers
 Inscription : Agence de Brugge – Monsieur Philippe Van Herpe – Tel : 050/34.00.00

	Siège Social	
BRUXELLES	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
	Siège Administratif	
SOIGNIES	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	Agences	
AALST	Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 12	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 22 04 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAINTONT	Rue de Bertaintont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviers, 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 24 Septembre 2004