

Edito

L'année 2004 se sera terminée en fanfare pour la Bourse de Bruxelles. L'indice représentatif des vingt plus grandes capitalisations belges, le BEL20, a ainsi clôturé l'année sur une note euphorique, affichant une hausse de plus de 30 % sur l'ensemble de l'année. Cette tendance haussière est également partagée dans une moindre mesure par la plupart des autres marchés financiers mondiaux. Ainsi, les bourses de l'Union Européenne ont affiché de belles performances : 7,6 % pour l'indice français, 7,3 % pour l'indice allemand, ou globalement 4,5 % pour l'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes, le DJ Euro Stoxx 50.

La déception de l'année 2004 est probablement à rechercher outre-Atlantique, où les marchés d'actions américains n'ont pas performé autant qu'attendus. Là où nous espérions pouvoir bénéficier d'un cycle présidentiel et donc d'une amélioration substantielle des cours de bourse, nous n'avons connu qu'une modeste hausse de 3,60 %, largement compensée par la baisse impressionnante du dollar face à l'euro, près de 8 %.

D'un point de vue macro-économique, 2004 aura été l'année d'une première : les trois grands blocs économiques mondiaux ont tous connu une période de croissance simultanée, même si la vigueur de cette croissance était sensiblement différente d'un bloc à un autre. Il s'en est résulté une forte pression sur les prix des matières premières qui, couplée à la spéculation liée à la situation géopolitique internationale (Guerre en Iraq, terrorisme international, ...), a poussé certaines banques centrales à revoir leur taux d'intérêt légèrement à la hausse afin d'éviter tout risque d'inflation. Mais c'est avant tout les fondamentaux économiques américains qui préoccupent en cette fin d'année les opérateurs des marchés : l'endettement record des agents économiques américains couplé au déficit de la balance commerciale et au déficit budgétaire inquiètent plus d'un économiste.

Sur base de ce bilan pour 2004, que peut-on attendre pour 2005 ? Notre rubrique Euro-Obligations, que vous trouverez à la page suivante de votre revue mensuelle, vous présente ce mois-ci un premier essai de réponse pour les détenteurs d'obligations. Dans la rubrique économie, nos analystes font le point sur la situation économique mondiale et lancent quelques pistes de réflexions. Quant aux marchés boursiers, nos 60 chargés de clientèle sont dès à présent à votre entière disposition pour vous apporter informations et avis dans la gestion de votre portefeuille.

Nous sommes heureux de débiter cette année 2005 par une baisse des frais étrangers sur plusieurs marchés étrangers. Ainsi, dès ce lundi 3 janvier 2005, les frais étrangers des opérations traitées sur Londres, Frankfurt et Milan passeront de 0,5 % à 0,3 %, avec respectivement un minimum par opération de 15 GBP, 20 EUR et 25 EUR. Cette modification tarifaire représente une baisse de près de 40 % des frais sur ces opérations. Et nous pouvons d'ores et déjà vous annoncer que d'autres modifications tarifaires du même ordre auront lieu courant 2005.

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)

347,46 +3,06%⁽¹⁾ 
+2,91%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

2.930,26 +2,78%⁽¹⁾ 
+30,57%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

3.829,55 +2,02%⁽¹⁾ 
+7,64%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

4.256,08 +3,15%⁽¹⁾ 
+7,34%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

4.818,70 +2,46%⁽¹⁾ 
+7,64%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

5.709,70 +4,88%⁽¹⁾ 
+4,04%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.778,81 +1,50%⁽¹⁾ 
+4,45%⁽²⁾ 

DJII (USA)

10.829,19 +3,85%⁽¹⁾ 
+3,59%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

2.177,00 +3,82%⁽¹⁾ 
+8,67%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

9.229,08 +2,20%⁽¹⁾ 
+12,26%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

11.488,76 +5,41%⁽¹⁾ 
+7,61%⁽²⁾ 

MSCI World

1.165,81 +3,41%⁽¹⁾ 
+12,50%⁽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)

0,74 -2,39%⁽¹⁾
 -7,95%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,41 -1,87%⁽¹⁾
 -0,36%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,71 -2,95%⁽¹⁾
 -4,35%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -1,11%⁽¹⁾
 +1,85%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,44 -0,12%⁽¹⁾
 +0,11%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 -1,97%⁽¹⁾
 +0,98%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,57 -1,97%⁽¹⁾
 -4,62%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,61 -4,38%⁽¹⁾
 -0,90%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,29 +1,84%⁽¹⁾
 +6,03%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,25 +5,13%⁽¹⁾
 +24,49%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +0,01%⁽¹⁾
 +6,59%⁽²⁾

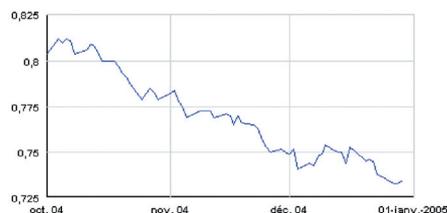
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,96%⁽¹⁾
 +0,39%⁽²⁾

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

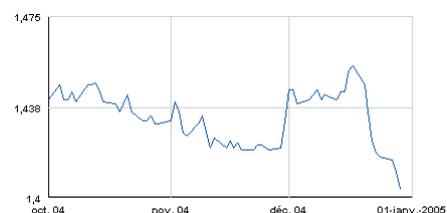
USD/EUR

La baisse du dollar face à l'euro s'élève désormais à 8 % sur base annuelle, dont 2,4 % en décembre. Les Etats-Unis n'entreprennent d'ailleurs aucune mesure afin de soutenir le dollar, et ce dans l'espoir de diminuer le déficit de la balance commerciale.



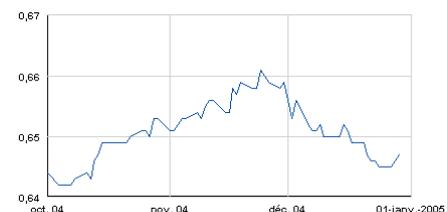
GBP/EUR

Après une courte reprise (due à une croissance économique en 2004 plus forte qu'attendue), la livre sterling a repris son cheminement à la baisse. Le cours de la devise britannique se retrouve désormais au même niveau qu'à la fin 2003.



CHF/EUR

Le Franc Suisse a également perdu son bénéfice de novembre et se retrouve, à l'instar de la livre sterling, à son niveau de fin 2003. Il suffit de se rappeler que la situation économique de la Suisse est fortement liée à l'Union Européenne et qu'un dollar plus faible pèse également sur la croissance économique suisse.



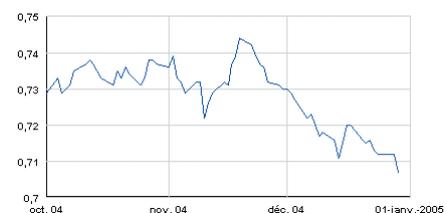
NOK/EUR

La baisse du prix du pétrole aurait-elle directement influencé la couronne norvégienne ? Cela semble un peu trop simple, mais il y a eu en tout cas une corrélation entre les deux. C'est en tout cas la seule explication disponible, le mois de novembre ayant été désert au niveau des nouvelles économiques importantes en Norvège.



JPY/EUR

La croissance économique japonaise est finalement plus basse que prévue. Et cela déçoit. La baisse de 3 % de sa devise durant le mois de décembre porte la baisse du cours sur l'année 2004 à 4,4 %.



Euro-Obligations

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

En ce début d'année, nous nous sommes efforcés de répondre à la question que se pose la plupart des détenteurs d'obligations: que peut-on espérer pour l'année 2005 ?

L'Euro (EUR)

Des zones d'ombre persisteront sur l'état de santé de l'Union. La BCE conservera son attitude attentiste. Nous ne prévoyons pas de forte amélioration des rendements obligataires.

Pays scandinaves (NOK, SEK, DKK)

Les conditions en matière de taux resteront corrélées aux taux européens.

Europe Centrale (HUF, CZK, PLN)

Les capitaux continueront d'affluer dans ces régions en fort développement. Les rendements des obligations resteront alléchants, mais en diminution. La progression des monnaies contre EUR pourrait se stabiliser.

Le dollar (USD)

Les Etats-Unis auront tout intérêt à maintenir le dollar aux niveaux actuels. La FED éprouvera des difficultés à maintenir les taux d'intérêts courts à un niveau bas. Les conditions offertes en obligations US devraient se raffermir.

Matières premières (AUD, NZD, CAD, ZAR)

La demande pour les matières premières restera ferme. Ces devises offriront encore une bonne diversification tactique. Les rendements des obligations resteront alléchants, mais en diminution.

Notre liste de nouvelles émissions remise à jour en temps réel reste à votre disposition sur notre site internet www.lelux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations. De même, nos 60 chargés de clientèle sont à votre entière disposition pour de plus amples informations.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1313% -3,91 ⁽¹⁾ ↓
+9,13 ⁽²⁾ ↑

EUR (10 Ans)

3,7057% +1,97 ⁽¹⁾ ↑
-58,03 ⁽²⁾ ↓

USD (3 Mois)

2,2224% +2,09 ⁽¹⁾ ↑
+126,74 ⁽²⁾ ↑

USD (10 Ans)

4,3201% -0,89 ⁽¹⁾ ↓
+34,71 ⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Fortis Lux Finance	4,000 %	31/12/2014	99,370	4,08	A2
EUR	Volkswagen	5,375 %	25/01/2012	107,88	4,07	A-
EUR	Lehman Brothers	4,750 %	16/01/2014	105,15	4,06	A
SEK	Deutsche Bahn	5,500 %	08/10/2008	107,75	3,27	A
DKK	Swedish Export Credit	5,375 %	15/10/2009	109,10	3,28	A
NZD	GECC	6,500 %	14/10/2008	99,600	6,21	A+2
NZD	BNG	6,750 %	21/09/2011	100,90	6,57	A+
AUD	Rabobank Australia	5,500 %	05/01/2011	98,450	5,33	A+2
AUD	Total Capital	6,000 %	30/12/2009	101,88	5,56	AA
CAD	Total Capital	4,000 %	08/12/2010	98,250	4,34	A
CAD	Eurofima	4,875 %	04/12/2012	102,41	4,51	AAA
GBP	JP Morgan Chase	6,000 %	07/12/2009	104,29	5,00	A+
USD	BNG	3,750 %	15/07/2013	99,050	4,46	A+
USD	Electricité de France	5,125 %	20/12/2007	104,03	3,67	AA-
ZAR	Norddeutsche LDBK	8,500 %	12/11/2010	102,80	7,88	A+
ZAR	LDBK Baden	8,500 %	12/11/2010	102,80	7,88	A+
PLN	Vorarlberg Hypo	12,00 %	23/01/2006	105,76	6,30	AAA
PLN	HSB Nordbank	6,500 %	23/09/2014	104,30	5,90	AA-
HUF	GECC	7,500 %	07/01/2008	99,230	7,80	AAA
HUF	KBC Ifima	8,875 %	10/01/2007	101,69	7,93	NR

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 baromètre économique des Etats-Unis reste dans le vert. En décembre, le sentiment de confiance américain, mesuré par l'indice Michigan, a atteint son plus haut niveau sur les quatre dernières années, à l'exception du pic qu'il a connu en janvier 2004. Le recul des prix pétroliers et la hausse récente du marché des actions ont eu un effet positif. Au même moment, l'indice des industries de transformation s'est repris fortement par rapport à son importante baisse de septembre 2004, en atteignant ainsi 29,6 en décembre. Grace à ce résultat inattendu, la moyenne de l'indice sur l'ensemble de l'année est comparable à ses plus hauts niveaux atteints durant la première moitié des années 90. Il en va de même pour l'indice des industries de transformation dans l'Etat de New York, qui a également cru de manière inattendue à 29,3. Selon une enquête de la Banque Centrale de l'Etat de Philadelphie, il semble que la faiblesse du dollar n'aie pas engendré jusqu'à présent de gros dégâts : 31 % des personnes interrogées s'attendent à un impact net négatif (se traduisant par des prix à l'importation plus élevés) contre 29 % qui s'attendent à un impact net positif (soit des prix à l'exportation plus élevés). Il semble cependant que l'industrie ne soit pas parvenue jusqu'à présent à faire accepter de fortes hausses de prix, et ce grâce au relativement bas niveau d'utilisation des capacités de production (78,7 %). Nous en voulons pour preuve la forte augmentation des prix à l'importation (9,5 % en base annuelle) et des prix à la production (5 %), à comparer avec l'évolution des prix à la consommation (hausse de 3,5 % en base annuelle). Sans la forte hausse des prix de l'énergie, les prix à l'industrie et les prix à la consommation auraient suivi une évolution comparable (respectivement 1,9% et 2,2% en base annuelle).

A l'instar du mois dernier, l'attention des opérateurs est principalement attirée par la situation de la balance commerciale des Etats-Unis. La balance commerciale, déficitaire de 55,5 milliards de dollars, et l'apport de capital, excédentaire de 48,1 milliards de dollars, ont été tous les deux plus mauvais qu'attendus.

Et il en va de même pour le déficit budgétaire qui atteint le niveau de 57,9 milliards de dollars. Seul le compte courant s'est détérioré moins que prévu à moins 164,7 milliards de dollars. La situation américaine, caractérisée par une croissance puissante (croissance économique et indicateurs de confiance) et par des données fondamentales mauvaises (balance commerciale, balance des paiements et niveau de la dette), perdure.

■ Zone Euro

La plupart des indicateurs économiques n'ont pas délivré d'évolution fortement positive sur les trois derniers mois : le sentiment de confiance dans les secteurs de l'industrie et du bâtiment, ainsi que le sentiment de confiance des consommateurs, sont restés stables ou légèrement en hausse. D'autre part, l'indice de la consommation a démontré une plus forte propension des agents à épargner, ce qui se traduit par des budgets d'achats en baisse pour les 12 prochains mois. Il n'est dès lors pas étonnant que les indices d'activités du petit commerce et des services continuent à baisser. Cependant, les opérateurs s'attendent à une hausse de l'activité dans un avenir proche. Vu les hésitations des sentiments des consommateurs, il nous semble qu'il est encore trop tôt pour espérer une forte croissance économique dans la zone Euro. La Banque Centrale Européenne (BCE) et l'OCDE ont d'ailleurs toutes deux diminué leurs attentes de croissance pour 2005 à 1,9 % (au lieu de 2,3 et 2,4 %). La raison principale invoquée est la hausse du prix du pétrole¹. Cette hausse a eu également des conséquences sur l'indice des prix à la production d'octobre (+ 4 % en base annuelle).

■ Japon

La croissance économique a été plus basse qu'attendue, aussi bien durant le troisième trimestre (+ 0,2%) que durant le second trimestre (- 0,6% !). L'indice Tanken (attente de croissance à court terme des grandes industries) a baissé légèrement à + 22, mais reste toujours en expansion économique (depuis la mi-2003).

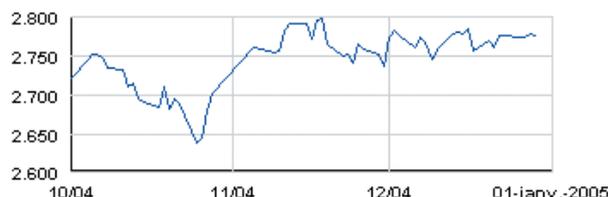
¹ Après un prix moyen du baril de pétrole de 39 USD en 2004, la Banque Centrale Européenne s'attend à un prix moyen de 44,4 USD en 2005 et de 40,8 USD en 2006. Des changements importants dans le cours du pétrole et dans le taux de change Euro/Dollars sont donc à surveiller dans le cadre de changements éventuels des attentes de croissance.

Marchés boursiers

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

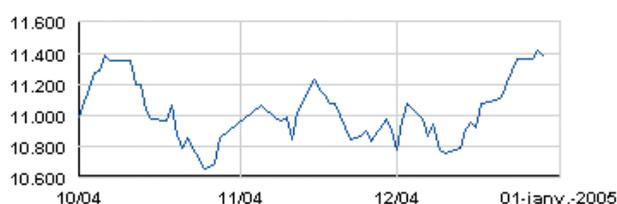
■ DJ Stoxx 50

L'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes a été principalement influencé par les valeurs anglaises. Les valeurs financières ont pris l'initiative le mois dernier, alors que nous retrouvons parmi les valeurs à la baisse un groupe hétérogène de valeurs, telles que BP-Amoco, Astra-Zeneca ou Nokia.



■ Nikkei 225

Indépendamment des chiffres décevants de la croissance économique niponne, les valeurs télécom et les fabricants de puces électroniques du Nikkei ont fortement aidé celui-ci à atteindre une hausse de 5,4 %.



■ S & P 500

Les apports principaux à la hausse du S&P 500 durant le mois de décembre dernier proviennent de Citigroup et de General Electric. A noter que l'indice a connu une modification suite au remplacement de 6 valeurs.



■ FTSE 100

A l'instar du DJ Stoxx 50, l'indice britannique doit sa bonne prestation aux valeurs financières. Les plus mauvaises prestations parmi les 100 valeurs du FTSE sont ici aussi à attribuer à BP-Amoco et à Astra-Zeneca.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
Japon	Dépenses des familles	-1,5%	-2,0%	07/01
USA	Nouveaux postes de travail créés (Hors agriculture)	175.000	112.000	07/01
USA	Balance commerciale	n/a	-\$55,5 Md	12/01
EU	Produit National Brut (PNB)	n/a	2,1%	12/01
EU	Décision sur les taux de la BCE	2,00%	2,00%	13/01
Japon	Attentes de croissance économique	n/a	45,8	14/01
USA	Indice des prix à la production sans l'énergie (PPI)	n/a	0,2%	14/01
USA	Taux d'utilisation de la capacité de production	n/a	77,6%	14/01
Japon	Sentiment de Confiance des consommateurs	n/a	47,9	17/01
USA	Import net de capital	n/a	\$48,1 Md	18/01
USA	Indice des prix à la consommation sans l'énergie (CPI)	n/a	0,2%	19/01
USA	Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	n/a	n/a	21/01
Japon	Sentiment de Confiance des consommateurs (hors aliments frais)	n/a	-0,1%	28/01
USA	Produit National Brut (PNB)	n/a	4,0%	28/01
USA	Revenus personnels	n/a	30,0%	31/01
USA	Dépenses personnelles	n/a	0,2%	31/01

Analyses de valeurs

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

■ UCB (UCB - Euronext Bruxelles) - Pharmacie et Biotech - 38,30 EUR

■ Profil

UCB est un groupe pharmaceutique disposant d'une forte position dans le marché des anti-allergiques (Zyrtec, Xyzal) et des affections du système nerveux central (Keppra). UCB a repris en 2004 la société Celltech, entreprise de Bio-Technologie disposant d'une molécule DCP870 en troisième phase de test auprès de l'administration américaine (active dans le traitement de la maladie de Crohn et de l'arthrite). Au début de 2005, les activités chimiques d'UCB seront revendues et Roch Doliveux, CEO d'UCB Pharma, succèdera alors à Georges Jacobs à la tête d'UCB. UCB terminera ainsi sa transformation en entreprise purement pharmaceutique.

Le chiffre d'affaires commun d'UCB et de Celltech a été consolidé à 2 milliards d'Euros. En tenant compte de Celltech, le chiffre d'affaires peut se répartir entre :

■ Allergies :	37%
■ Système nerveux central :	28%
■ Affection de la respiration :	8%
■ Reste :	27%

■ Perspectives

Durant le premier semestre de 2004, la croissance du chiffre d'affaires, soit 11 %, est provenue principalement du médicament Keppra (+ 53 % à 196 millions d'Euros). Keppra a compensé la baisse du chiffre d'affaires généré par le Zyrtec (- 10 % à 302 millions d'Euros). Xyzal, le successeur du Zyrtec, est encore trop petit pour avoir un impact sur le chiffre global d'UCB (+ 185 % à 60 millions d'Euros). En tenant compte de Celltech, nous estimons que 15 % du chiffre d'affaires provient du Zyrtec et 10 % de Keppra.

Etant donné que 47 % du chiffre d'affaires est réalisé aux Etats-Unis, l'évolution du dollar est très importante. L'impact sur le bénéfice opérationnel est d'ailleurs très clair : seule une hausse de 4 % est à enregistrer sur le premier semestre, à 201 millions d'Euro, contre 16 % en Euros constants.

Il semble donc que le recul du Zyrtec et la faiblesse du dollar ne puissent pas encore être compensés par la

croissance de Keppra. Et UCB a d'ores et déjà annoncé la hausse de son budget de recherche et de développement de l'ordre de 36 millions d'euros, soit une augmentation de 8 %.



■ Notre opinion

UCB a abaissé récemment ses attentes bénéficiaires. Son bénéfice net attendu comprendra plusieurs éléments positifs ponctuels. De plus, ces attentes sont basées sur un taux de change constant. UCB s'attend également à ce que le DCP870 devienne un des meilleurs produits à la vente (avec un chiffre d'affaires supérieur à un milliard). Nous temperons dès lors leur enthousiasme car il faudra attendre 2008 avant d'assister à cette évolution. Entretemps, il faudra compter sur le Xyval et le Keppra pour compenser la baisse de chiffre d'affaires du Zyrtec. Bien que la valorisation ne soit pas exagérée, nous attendons encore avant de prendre une position.

■ Analyse Fondamentale

Valeur comptable :	11,9 EUR
Valeur actif net tangible :	8,1 EUR
Ratio Cours / Valeur comptable :	3,2
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	15,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (PER) :	14,1
Rendement du dividende (brut) :	2,1%
Endettement :	26%
Prochains résultats :	4/2

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme (négatif) est sur le point de marquer un nouveau silver cross à la baisse, tandis que les stochastiques continuent de baisser. On attendra une amélioration de la situation pour tenter un trading entre 37,27 et 39,80 EUR.

■ AXA (CS - Euronext Paris) - Assurances - 18,10 EUR

■ Profil

AXA est active tant dans l'assurance vie et non vie et dans la réassurance que dans les services financiers apparentés (produits d'épargne et de pension, gestion de fortune). En 1997, l'UAP fut reprise par le groupe AXA, ce qui lui permit via sa nouvelle filiale UAP-Royale Belge d'être également active en Belgique.

En 2003, AXA a enregistré un chiffre d'affaires de 71,6 milliards d'Euros et des avoirs sous gestion de 668 milliards d'Euros (dont 51 % pour une clientèle externe).

L'apport au bénéfice opérationnel des différents départements se répartit comme suit :

■ Vie :	59%
■ Non Vie :	39%
■ Réassurance et autres :	10%
■ Gestion de Fortune :	10%
■ Reste :	-18%

■ Perspectives

Les résultats semestriels ont indiqué un chiffre d'affaires stable (- 0,4 %) de 37,3 milliards d'Euro (+ 2,4 % sans l'impact des taux de change). Le bénéfice opérationnel sous-jacent (sans les éléments ponctuels) a cru de 32 % à 1,4 milliard d'euro. Cette performance est principalement due aux restructurations réussies de plusieurs entreprises rachetées (entre autre, dans le domaine des assurances non vies en Grande Bretagne) et à un contrôle sévère des coûts.

Les ouragans aux Etats-Unis et au Japon, et le récent Tsunami dans l'Océan indien, nécessiteront des indemnités importantes de la part de l'activité de réassurance (Axa Re). Axa a déjà estimé le coût des ouragans américains à un maximum de 160 millions d'Euros, mais ne dispose pas encore d'estimations pour les autres cataclysmes naturels. L'année dernière, Axa Re a contribué au bénéfice opérationnel d'Axa pour 108 millions d'Euros. Cette année, avant le Tsunami, Axa Re devait rapporter le même montant.

Sur les quatre dernières semaines, les attentes bénéficiaires pour 2005 et 2006 sont restées stables.



■ Notre opinion

Axa est intéressante d'un point de vue valorisation. La pression actuelle sur les cours, suite aux catastrophes naturelles récentes et à l'imprécision engendrée par le passage aux nouvelles normes comptables IFRS, crée selon nous une belle opportunité pour prendre une position.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	13,4 EUR
Valeur Actif Net tangible :	4,1 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,4
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	14,1
Ratio Cours / Bénéfice estimé (PER) :	12,3
Rendement Dividende Brut :	2,1%
Endettement :	67%
Prochains résultats :	27/1

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme vient de réaliser un Silver Cross à la baisse et les stochastiques se sont retournés en zone de surévaluation technique. L'investisseur attendra un retour du cours en-dessous des 17,70 EUR pour vérifier alors l'état des stochastiques et éventuellement tenter un trading entre 17,70 EUR et 18,51 EUR (4,5 % de plus-value potentielle).



ING GROEP (INGA - Euronext Amsterdam) - Assurances - 22,19 EUR

Profil

ING Groep est un groupe de banque-assurance. 66 % de son chiffre d'affaires est réalisé par le pilier assurance, mais au niveau de l'apport au bénéfice, les deux piliers pèsent aussi lourd. Ainsi, sur les 9 premiers mois de 2004, le bénéfice opérationnel brut provient pour 51 % de l'activité bancaire et pour 49 % des assurances.

La branche Gestion de Fortune gère 463 milliards d'Euro, dont 68 % pour des clients externes, parmi lesquels 60 % de clientèle privée.

Le total du bilan s'élève à 865 milliards d'euros.

Perspectives

Les résultats sur les 9 derniers mois ont démontré une forte hausse de la rentabilité. Le bénéfice opérationnel brut a cru de 29,4 % à 5,6 milliard d'euro, et le bénéfice net opérationnel s'est envolé à 4 milliards d'euros, en hausse de 33,1 %. Si nous défalquons les éléments ponctuels et les provisions plus basses sur les mauvais emprunts, le bénéfice opérationnel ne connaît alors plus qu'une hausse de 15,2 %. Cette forte hausse du bénéfice est à mettre à l'actif des bonnes prestations des assurances non-vies canadiennes, qui ont connu moins de demandes d'indemnisations. Grâce à la hausse du chiffre d'affaires et aux contrôles des coûts, le pilier bancaire a également réalisé de bonnes prestations, tant dans l'activité des agences (+ 27 %) qu'au sein d'ING Direct (+ 198 %).

ING Groep est actuellement occupé à rationaliser son portefeuille d'activités. Ainsi, les activités trop petites ou trop volatiles, n'offrant pas de possibilités de synergies avec le reste du groupe, seront revendues. Au total, 9 filiales auront été vendues durant l'année 2004 et 5 acquisitions ont eu lieu (avec entre autres la banque Mercator en Belgique qui sera intégrée dans la filiale Record Bank).

Nous ne saurions être complets sans mentionner le fait qu'ING fait partie d'un syndicat de placement avec d'autres banques, dont la Société Générale, qui a accordé un crédit de 1 milliard d'euros à Yukos Oil. La probabilité de ne pas récupérer ce prêt est ici très élevée. ING n'a pas encore fait connaître le montant éventuellement perdu, mais nous n'attendons pas d'impact important sur le cours.

Les attentes bénéficiaires sur le mois dernier se sont légèrement améliorées.



Notre opinion

ING est fondamentalement bon marché. Avec un rendement brut du dividende de 4,4 % et un PER attendu de 9,2, un cours aux alentours de 30 EUR est réaliste à long terme (soit un PER de 12). Le cours a bien réagi aux excellents résultats du troisième trimestre. Comme pour Axa, il n'est pas exclu que le cours connaisse un recul suite à l'application des nouvelles normes comptables IFRS. Ces nouvelles normes rendront en effet les résultats plus volatiles (notamment suite à la valorisation des produits dérivés à la valeur de marché), ce que les investisseurs apprécient moins. Un investissement sur baisse du cours (aux alentours de 21 EUR) nous semble une belle opportunité.

Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	11,2 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	10,2 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,0
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	9,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé (PER) :	9,2
Rendement Dividende brut :	4,4%
Endettement :	11,4%
Prochains résultats :	17/2

Analyse Technique

Le MACD à court terme a perdu de sa vigueur depuis le 8 décembre dernier et nous donne des silver cross à répétition, tant à l'achat qu'à la vente. Quant aux stochastiques, ils nous indiquent clairement que le cours évolue depuis dans une zone de surévaluation technique. L'investisseur attendra donc un retour en dessous des 21 EUR pour réanalyser la valeur, et éventuellement tenter un trading entre 21 EUR et 22,52 EUR (7,20 % de plus-value potentielle).

■ ABN-AMRO (AABA - Euronext Amsterdam) - Banques - 19,52 EUR

■ Profil

ABN-Amro est active dans trois domaines : le retail banking (15 millions de clients privés), la gestion de fortune (276 milliards d'Euros en gestion) et le corporate banking (50 pays couverts). La vente de la filiale Leaseplan devrait être terminée pour la fin 2004 (probablement à un consortium incluant Volkswagen). ABN dispose de 3.000 bureaux dans plus de 60 pays et emploie 104.000 collaborateurs. Le total du bilan atteint 638 milliards d'euros. ABN Amro est ainsi dix-huitième au niveau mondial.

L'année dernière, le chiffre d'affaires s'est élevé à 18,8 milliards d'Euros. Le résultat opérationnel, qui a atteint 6,2 milliards d'Euros, se répartit entre

■ Retail :	65%
■ Corporate banking :	15%
■ Private banking :	3%
■ Gestion de fortune :	2%
■ Lease Plan :	4%
■ Corporate Centre :	11%

■ Perspectives

Les résultats sur les 9 premiers mois de 2004 ont montré peu de croissance. Le chiffre d'affaires reste stable à 14,1 milliard d'euros, soit une croissance de 0,9 % ou de 4,1 % en utilisant des taux de change constants. Le bénéfice opérationnel a perdu quant à lui 2,7 % à 4,6 milliards d'Euros. C'est grâce à des provisions plus basses pour ses mauvais crédits qu'ABN a pu afficher une forte hausse de son bénéfice net (en hausse de 19,7 % à 2,8 milliards d'Euros).

Un bénéfice opérationnel en recul avec un chiffre d'affaires stable ne peut s'expliquer que par une hausse des coûts. Celle-ci provient de la mise en place de nouvelles activités dans des marchés de croissance. C'est donc grâce aux provisions plus basses pour les mauvais crédits qu'ABN a pu atteindre ses objectifs pour 2004. ABN s'attend d'ailleurs toujours à une "croissance de 10 % dans le bénéfice net, hors vente de Lease Plan et de Bank of Asia". ABN a justifié la baisse des provisions sur crédits par un renforcement de la qualité de sa gestion des risques. Il nous semble qu'une telle justification ne pourra être vérifiée que lors de la prochaine récession, où la qualité du portefeuille des crédits sera essentielle. Le niveau actuel des provisions est inférieur à 30 % du niveau moyen des provisions sur les 11 dernières années ...

Les attentes bénéficiaires sont restées stables sur les 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

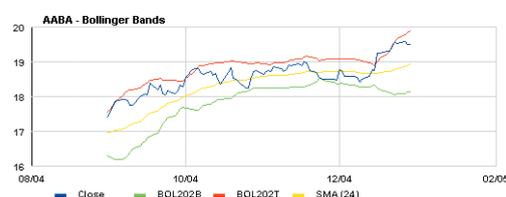
La valorisation d'ABN Amro est comparable à celle d'ING. Par contre, le marché s'attend à une baisse du bénéfice en 2005 pour ABN Amro, ce qui n'est pas le cas d'ING. La qualité du bénéfice réalisé par ABN est aussi inférieure à celle du bénéfice d'ING. Encore une fois, seules des provisions plus basses ont permis à ABN d'enregistrer une hausse du bénéfice. Sur le long terme, nous préférons donc ING à ABN.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	8,4 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,3
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	8,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (PER) :	9,5
Rendement Dividende Brut :	4,9%
Prochains résultats :	7/2

■ Analyse Technique

Inflexion à la baisse du MACD à court terme et Silver Cross à la vente ! Les stochastiques se retournent également en zone de surévaluation technique. Il est temps de prendre son bénéfice pour éventuellement reprendre une position en-dessous de 18,10 EUR. L'écartement des bandes de Bollinger (c'est-à-dire l'augmentation de la volatilité du titre sur les 20 derniers jours) nous annonce peut être un fort mouvement à la baisse. A surveiller.



■ D'IETEREN (DIE - Euronext Bruxelles) - Distribution (Auto) - 137,10 EUR

■ Profil

Depuis plus de 50 ans, D'Ieteren distribue en Belgique les voitures du groupe Volkswagen. D'Ieteren distribue également les motos du groupe Yamaha. D'Ieteren contrôle également 59,6 % d'Avis Europe, active au niveau mondial à l'exception du continent américain, soit 110 pays, dans la location de véhicules. Une troisième activité est la réparation de fenêtrage via sa filiale à 69,2 %, Belron, détentrice des marques Belron, Carglass, O'Brien, etc. Belron est active dans 27 pays.

Le bénéfice courant net de 2003 s'élevait à 83,9 millions d'Euro et se répartit comme suit :

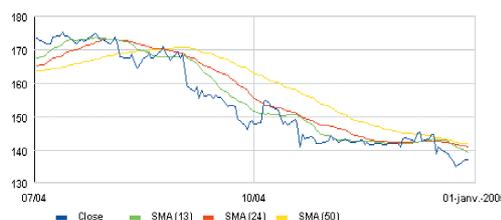
■ Distribution automobile :	44%
■ Avis Europe :	32%
■ Belron :	24%

■ Perspectives

La rentabilité de D'Ieteren a baissé systématiquement durant les dernières années. Seul Belron a pu enregistrer des résultats annuels en hausse (de 0,2 million d'Euros en 2000 à 19,9 millions d'Euros en 2003). Ainsi, depuis 1998, la part de marché de D'Ieteren dans la distribution automobile est passée de 20,5 % à 17,7 %. Mais c'est surtout un marché automobile déprimé depuis 2001 qui rend cette baisse d'activité visible dans les résultats financiers de D'Ieteren. Dans la distribution de véhicules commerciaux, la baisse de part de marché est encore plus forte, en passant de 13,9 % en 1999 à 8,5 % en 2003. Les résultats sur la première moitié de 2004 reflètent pourtant une première amélioration. Comparée à la même période en 2003, la part de marché de D'Ieteren a cru légèrement de 0,2 %. D'Ieteren s'attend dès lors à une part de marché d'environ 18,5 % pour 2004. Grâce à des volumes en hausse, Avis Europe a pu enregistrer une hausse de son chiffre d'affaires de 3,9 %. Ses marges restent cependant sous pression. De plus, le projet d'implémentation du logiciel SAP a été stoppé au milieu du mois de décembre, de telle sorte que les économies de coûts ne seront pas réalisées. A 55 pence par action, AVIS Europe représente 28 % de la capitalisation de D'Ieteren. Quant à Belron, elle n'a pu enregistrer de meilleurs résultats durant le premier semestre que par de petites reprises de sociétés au Brésil, en Norvège et en Italie. Dans un marché difficile, Belron a pu gagner de nouvelles parts de marché, mais les marges restent sous pression par des coûts élevés de personnel et de

marketing. En 2004, D'Ieteren a augmenté sa participation de 12 % à un prix élevé (le PER de 2003 était de 31). Le projet de mettre en bourse Belron en 2005 a été postposé. D'Ieteren craignait en effet d'obtenir un prix plus bas que son prix d'achat.

Les attentes bénéficiaires pour 2005 et 2006 ont baissé légèrement de 1 % et de 2 % durant ce dernier mois.



■ Notre opinion

Le titre D'Ieteren est bon marché. Les revers d'Avis Europe (Rentabilité et implémentation SAP) pèse sur le cours. Le retrait de l'entrée en bourse de Belron (et sa haute valorisation) offre cependant un peu de soutien. Nous craignons que D'Ieteren ne parvienne pas à atteindre sa part de marché moyenne de 18,5 % pour 2004. Pour l'atteindre, la part de marché moyenne sur le second semestre doit atteindre 19,6 %. Durant le mois de novembre, la part de marché était de 18,6 % ... Nous ne voyons donc pas de raison à court terme pour une amélioration du cours. Cependant, une valorisation conservatrice du titre (avec une valorisation d'Avis à sa valeur de marché) nous permet d'espérer un 167 EUR à long terme.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	139,9 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	7,6 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,0
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	11,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé (PER) :	9,6
Rendement Dividende Brut :	1,7%
Endettement :	156%
Prochains résultats :	27/2

■ Analyse Technique

Beau signal de hausse à court terme des stochastiques et des bandes de Bollinger. Et le MACD est sur le point de décrire un silver cross à la hausse. Dommage que D'Ieteren manque de liquidités pour effectuer du trading.

Gestion de Fortune

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

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

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

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

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

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

permettant de profiter du potentiel d'appréciation à long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds - World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élevait au 30 décembre 2004 à 105,44 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	99,15%
cash	0%	0,85%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	29,90%	35,82%
Am. Nord	56,90%	17,80%
Pac. & Em.	13,10%	28,71%
Secteurs	-	16,81%

PROFILE 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

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.

■ Mardi 18 Janvier 2005 : Conférence

Comment sécuriser son portefeuille boursier ?

Lieu : Liège-Angleur - Institut Gramme - Quai du Condroz
 Horaire : 18h
 Langue : Français
 Orateur : Olivier Leleux - Administrateur délégué
 Inscription : Agence Liège-Centre
 Monsieur Vincent Thoreau - Tél : 04/221.23.44
 Agence Liège-Grivegnée
 Monsieur Fernand Deschamphelire - Tél : 04/343.05.09

■ Mardi 25 Janvier 2005 : Conférence

Comment sécuriser son portefeuille boursier ?

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

	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 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 – 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 31 décembre 2004