

Edito

De nombreux épargnants conservent encore leurs titres au porteur dans leurs coffres, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations, de bons de caisse ou de bons d'Etat. En mai dernier, le gouvernement fédéral belge annonçait plusieurs mesures visant à supprimer le titre au porteur en Belgique. Le Parlement est en train de finaliser actuellement la nouvelle réglementation en la matière. En pratique, à partir du 1^{er} janvier 2008, les intermédiaires financiers (les sociétés de gestion de fortune, les sociétés de bourse, les banques, etc.) ne pourront plus livrer physiquement de titres à leurs clients. En ce qui concerne les titres au porteur en circulation, les épargnants disposeront de 5 ans (jusqu'au 31 décembre 2013) pour les déposer sur un dossier titres. Après cette période, les intermédiaires financiers ne seront plus autorisés à accepter de titres au porteur. Le Parlement étudie actuellement les sanctions qui seront appliquées aux propriétaires des titres non déposés.

Cette évolution législative n'est pas une surprise en soi. La Belgique est en effet un des derniers pays émettant encore des titres au porteur à grande échelle. De plus, cela fait maintenant plusieurs années que le gouvernement fédéral renforce sa lutte contre la fraude fiscale et contre le blanchiment de l'argent.

La solution passe donc par le dépôt des titres au porteur sur ce que l'on appelle un dossier titres. Un dossier titres offre de nombreux avantages. Premier avantage : il n'y a plus aucun risque de perte, de vol ou de destruction une fois que vos titres sont déposés. Deuxième avantage : lorsque le titre

est modifié (échange, division, OPA, etc.), Leleux Associated Brokers vous en informe automatiquement et effectue pour vous l'opération souhaitée. Troisième avantage : les revenus de vos titres (paiement des coupons, remboursement des obligations, ...) se font automatiquement et sans aucun frais en date valeur jour. Quatrième avantage : vous pouvez disposer gratuitement d'une situation valorisée de vos avoirs à la fréquence que vous souhaitez (une fois par mois, une fois par trimestre) ou à la demande, ainsi qu'un échéancier des coupons d'obligations pour prévoir votre trésorerie. Cinquième avantage : le dépôt titres chez Leleux Associated Brokers est absolument gratuit, et ce indépendamment de la nature des titres déposés. Vous pouvez regrouper vos obligations, actions, sicav ou bons de caisse sur un seul et même dossier titres, et ce gratuitement.

Reste la question de la transmission de votre patrimoine à la génération suivante. Il existe en fait de nombreux malentendus à propos des donations et des successions. De plus, les dispositions réglementaires ont fortement évolué en faveur de l'épargnant ces derniers mois. En étudiant le sujet de plus près, l'épargnant se rendra compte que le cadre légal se révèle beaucoup plus intéressant qu'à première vue. Nos chargés de clientèle sont à votre entière disposition pour en discuter avec vous lors de votre prochaine visite en agence. N'hésitez pas à les contacter pour de plus amples informations.

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)

385,72 -4,29%⁽¹⁾ ↘
+10,81%⁽²⁾ ↗

BEL 20 (Belgique)

3.222,65 -3,19%⁽¹⁾ ↘
+9,89%⁽²⁾ ↗

CAC 40 (France)

4.328,70 -5,90%⁽¹⁾ ↘
+13,28%⁽²⁾ ↗

DAX (Allemagne)

4.819,98 -4,44%⁽¹⁾ ↘
+13,25%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

5.202,20 -5,03%⁽¹⁾ ↘
+8,06%⁽²⁾ ↗

SMI (Suisse)

6.893,46 -0,08%⁽¹⁾ ↘
+21,08%⁽²⁾ ↗

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.134,18 -3,90%⁽¹⁾ ↘
+12,95%⁽²⁾ ↗

DJII (USA)

10.283,02 -2,70%⁽¹⁾ ↘
-4,64%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

2.072,66 -3,67%⁽¹⁾ ↘
-4,73%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

10.266,66 -6,77%⁽¹⁾ ↘
+11,03%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

13.346,54 -1,68%⁽¹⁾ ↘
+16,17%⁽²⁾ ↗

MSCI World

1.175,41 -3,99%⁽¹⁾ ↘
+0,52%⁽²⁾ ↗

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Deutsche Telecom	6
	Analyse de Daimler-Chrysler	7
	Analyse de Fortis	8
	Analyse de DSM	9
	Analyse de Crédit Agricole	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)

0,83 -0,79%⁽¹⁾ 
+10,57%⁽²⁾ 

GBP/EUR (G-B)

1,47 +0,17%⁽¹⁾ 
+3,71%⁽²⁾ 

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,71 -2,50%⁽¹⁾ 
-0,59%⁽²⁾ 

NOK/EUR (Norvège)

0,13 +0,84%⁽¹⁾ 
+5,25%⁽²⁾ 

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 +0,01%⁽¹⁾ 
-0,34%⁽²⁾ 

CHF/EUR (Suisse)

0,65 +0,70%⁽¹⁾ 
+0,05%⁽²⁾ 

AUD/EUR (Australie)

0,62 -2,15%⁽¹⁾ 
+7,24%⁽²⁾ 

CAD/EUR (Canada)

0,70 -1,76%⁽¹⁾ 
+12,62%⁽²⁾ 

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,37 -0,29%⁽¹⁾ 
+2,31%⁽²⁾ 

PLN/EUR (Pologne)

0,25 -1,02%⁽¹⁾ 
-8,68%⁽²⁾ 

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -0,44%⁽¹⁾ 
-2,27%⁽²⁾ 

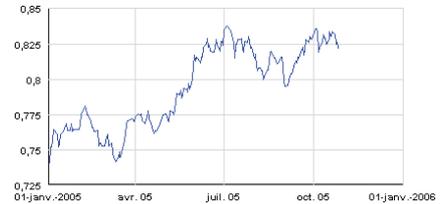
SEK/EUR (Suède)

0,10 -2,30%⁽¹⁾ 
-5,55%⁽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

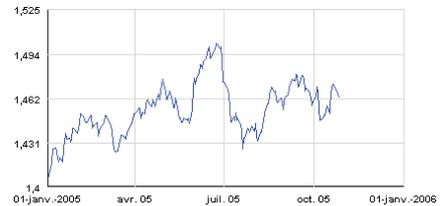
USD/EUR

Le différentiel entre les taux d'intérêt de la zone euro et des Etats-Unis continue à soutenir le cours du billet vert, et ce malgré des données fondamentales défavorables au dollar (double déficit américain).



GBP/EUR

La banque centrale anglaise est prisonnière entre d'une part une croissance économique qui ralentit, et d'autre part une inflation qui s'accélère. Etant donné que l'accroissement de l'inflation n'est pas le résultat d'une forte croissance économique, augmenter le taux d'intérêt n'aura pas d'effet. La livre britannique connaît des lors une période de forte volatilité.



CHF/EUR

A l'instar des autres mois, la devise helvétique reste stable par rapport à l'euro. L'intégration de l'économie suisse dans l'Union européenne en est la raison principale.



NOK/EUR

La forte montée du prix du pétrole durant les derniers mois constitue un soutien important pour la couronne norvégienne qui continue à s'apprécier, et ce malgré le léger reflux que le prix de l'énergie a entamé ces dernières semaines.



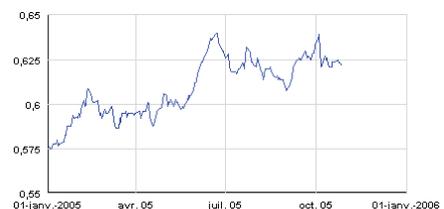
JPY/EUR

Jusqu'à présent, le yen japonais n'a pas encore profité de la reprise économique. Le cours reste pour le moment relativement volatil.



AUD/EUR

A l'instar de la couronne norvégienne, le dollar australien reste soutenu par les hausses du prix des matières premières et par des taux d'intérêt. Mais le différentiel de taux d'intérêt entre le dollar américain et le dollar australien s'amenuise et il semble bien que la hausse du dollar australien arrive à son terme.



Euro-Obligations

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

Depuis notre dernière revue mensuelle, les taux d'intérêt se sont redressés d'un quart de point de pourcentage sur toutes les échéances de la courbe (i.e. de 1 à 10 ans) que ce soit en euro ou en dollar.

Les taux d'intérêt à court terme ont réagi à la politique monétaire progressivement plus restrictive de la Réserve fédérale américaine aux Etats-Unis et au durcissement du ton de la Banque centrale européenne vis-à-vis de l'inflation, laissant supposer une prochaine hausse des taux directeurs en euro.

Les taux d'intérêt à long terme ont, eux, réagi à l'accélération de l'inflation. Toutefois, si les prix à la consommation ont sensiblement augmenté durant les douze derniers mois (2,6% et 4,7% dans l'Union économique et monétaire et aux Etats-Unis respectivement) dans le sillage de la hausse du prix du pétrole, celle-ci ne se transmet toutefois pas au prix moyen des autres biens. En effet, l'inflation des biens à la consommation excluant l'énergie et autres produits au prix volatil reste faible de part et d'autre de l'Atlantique (1,3% et 2,0% dans

l'UEM et aux E-U respectivement). Les pressions concurrentielles, liées notamment à la globalisation de l'économie, sont telles que peu d'entreprises ont la capacité de propager la hausse de leur coût énergétique dans le prix des biens finaux.

Nous ne craignons dès lors pas de forte hausse des taux d'intérêt à long terme, même si nous n'excluons pas que ceux-ci pourraient se tendre encore quelque peu. A terme, le ralentissement de l'économie américaine et le possible changement de cap dans la politique monétaire de la Banque centrale européenne (vers un durcissement) devraient offrir un soutien aux marchés obligataires.

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)

2,1030% +6,40 ⁽¹⁾ -6,10 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,3810% +25,10 ⁽¹⁾ -30,20 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

3,8880% +43,20 ⁽¹⁾ +166,60 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,5490% +29,60 ⁽¹⁾ +32,70 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marché primaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Paiement
NOK	NRWBK	3,500%	21/05/2013	97,99	3,81%	Aa3	02/11
TRY	I.B.R.D.	12,000%	07/11/2007	101,09	11,36%	Aaa	07/11
ISK	E.I.B.	8,000%	12/07/2007	100,68	7,52%	Aaa	03/11
USD	Aust. & NZ. Bank.	4,875%	08/11/2010	100,55	4,75%	Aa3	08/11

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Goldman Sachs	3,125%	04/10/2012	98,65	3,35%	Aa3
EUR	Citigroup	3,500%	05/08/2015	99,71	3,53%	Aa1
CAD	Royal Bk of Scotland	4,250%	24/09/2009	101,95	3,70%	Aa1
USD	NEDWBK	3,875%	30/09/2009	97,95	4,45%	Aaa

Economies

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

■ Zone Euro

Les premiers soubresauts timides du mois dernier de quelques indicateurs économiques nationaux (principalement en Belgique et en Allemagne) ont été confirmés par une amélioration équivalente des indicateurs de l'ensemble de la zone euro. Mais ne nous réjouissons pas trop vite. La route vers une reprise durable de l'économie européenne est encore longue et cahoteuse. Et force est de se rappeler que la zone euro profite momentanément de la relative faiblesse de sa devise face au dollar.

L'Europe est en effet seulement au début d'une vague de grandes réformes. L'Allemagne a pris pour le moment un peu d'avance (sûreté de l'emploi en échange d'une modération salariale), mais des pays comme la France et la Belgique ont encore beaucoup de chemin à parcourir. Et ces réformes n'aboutiront pas sans heurt. Les syndicats en Belgique l'ont fait comprendre récemment.

L'inflation dans la zone euro reste sous contrôle. Jusqu'à présent, les prix élevés du pétrole (qui ont commencé à légèrement reculer ces dernières semaines) n'ont pas eu d'effet d'entraînement sur les prix à la consommation. L'environnement concurrentiel difficile empêche en effet les entreprises de répercuter la hausse du prix de l'énergie sur leur prix de vente. Il s'en suit une baisse des marges des entreprises.

Si la récente diminution relativement limitée des prix du pétrole venait à se poursuivre, elle pourrait s'avérer être un stimulant important pour l'économie européenne. Le danger pourrait cependant provenir de l'autre rive de l'océan atlantique. En effet, les Etats-Unis semblent nous donner les premiers signes d'un retournement économique. Il faudra s'assurer de l'impact de cet éventuel retournement sur l'économie de la zone euro.

■ Etats-Unis

L'image que nous envoie l'économie américaine commence à montrer les premiers signes d'un retournement, voire même d'une dégradation du climat économique. Les indicateurs économiques nationaux précurseurs commencent en effet à refluer et signalent un ralentissement de la croissance. La combinaison des prix élevés du pétrole et de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme ne sont pas sans effet sur l'économie américaine.

Le sentiment de confiance des consommateurs américains en souffre également et connaît un recul. La forte baisse de septembre n'était dès lors pas exclusivement liée aux cyclones qui ont frappé la côte sud des Etats-Unis. Les statistiques sur les dépenses des familles nous donneront prochainement une meilleure indication de la santé du consommateur américain.

A l'instar de la zone euro, l'inflation semble rester sous contrôle. La concurrence internationale contraint de nombreuses entreprises à assister à la réduction de leurs marges plutôt qu'à élever leurs prix de vente. Les prix élevés de l'énergie et l'augmentation simultanée des coûts du travail constituent en effet un risque important sur les marges des entreprises américaines. Les résultats trimestriels qui paraissent actuellement font apparaître un nombre important d'avertissement sur résultats et les attentes bénéficiaires des entreprises sont désormais revues à la baisse.

■ Japon

Les indicateurs économiques nippons ont crû plus que prévu. Après des années de restructuration, de désendettement et de diminution des capacités de production, les entreprises japonaises semblent être à nouveau prêtes pour un nouveau cycle d'investissement.

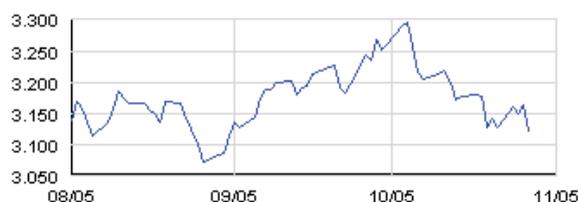
Ce cycle constituerait un soutien important à la confiance des consommateurs et relancerait les dépenses des familles.

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

Le reflux des prix du pétrole a eu une influence directe sur les valeurs pétrolières qui se retrouvent, une fois n'est pas coutume, dans le camp des valeurs baissières. Par contre, les valeurs pharmaceutiques ont soutenu l'indice des 50 plus grandes capitalisations européennes qui terminent le mois écoulé en recul.



■ Nikkei 225

Après la belle remontée des mois d'août et de septembre, l'indice japonais a consolidé son avancée et a légèrement baissé sur le mois écoulé. Aucun secteur particulier ne s'est distingué.



■ S & P 500

L'indice américaine des 500 plus grandes capitalisations a ressenti fortement le reflux des prix du pétrole, les valeurs pétrolières accusant un recul important. Une valeur s'est distinguée durant ces quatre dernières semaines : Janus Capital Group.



■ FTSE 100

L'ensemble du marché britannique s'est replié durant ce mois d'octobre. Seul Marks & Spencer a tiré son épingle du jeu et a soutenu l'indice des cent plus grandes valeurs britanniques.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Sentiment de confiance des acheteurs du secteur des services (ISM)	57,0	53,3	03/11
EU	Décision de la BCE sur les taux	2,00%	2,00%	03/11
JAP	Dépenses des familles	n/a	4,8%	04/11
EU	Indices des prix à la production de la zone Euro (PPI)	0,5%	0,4%	04/11
EU	Vente au détail	n/a	0,9%	07/11
USA	Balance commerciale	n/a	-\$59.0 Md	10/11
JAP	Sentiment de confiance des consommateurs	n/a	n/a	11/11
USA	Indices des prix à la production sans alimentation et énergie (PPI)	n/a	0,3%	15/11
USA	Vente au détail (sans véhicules automobiles)	n/a	1,1%	15/11
EU	Produit intérieur brut	n/a	1,1%	15/11
USA	Indice des prix à la consommation sans alimentation et énergie (CPI)	n/a	0,1%	16/11
EU	Indice de confiance des consommateurs de la zone Euro (CPI)	n/a	0,5%	16/11
USA	Indice de confiance de l'Université du Michigan	n/a	n/a	23/11
JAP	Indice des prix à la consommation sans alimentation fraîche	n/a	0,0%	25/11
JAP	Ventes au détail	n/a	n/a	28/11
EU	Indice de confiance des consommateurs de la zone Euro	n/a	-13	30/11
EU	Indice de confiance des producteurs de la zone Euro	n/a	-6	30/11

Analyses de valeurs

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

■ Deutsche Telekom (DTE – Frankfurt) – Télécommunications – 14,94 EUR

■ Profil

Deutsche Telekom est un opérateur traditionnel de télécommunication qui offre tant des services de téléphonie fixe que de téléphonie mobile, des accès internet et des services d'informatiques et de télécommunications aux entreprises.

Durant le premier semestre 2005, le bénéfice opérationnel net s'est établi à 10,1 milliards d'euros et provenait des activités suivantes :

■ Lignes fixes / larges bandes :	48,9%
■ Téléphonie mobile (T-mobile) :	45,3%
■ Autres activités :	5,9%

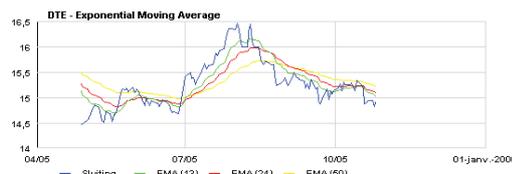
■ Résultats et perspectives

Comme la plupart des opérateurs traditionnels, Deutsche Telekom ne peut que constater un effritement de son chiffre d'affaires dans la téléphonie fixe. Ce dernier a en effet baissé de 4,7% durant le second trimestre.

Cette baisse de la téléphonie fixe est heureusement largement compensée par les bons résultats dans la téléphonie mobile. En Allemagne, Deutsche Telekom ne perd plus de parts de marché et a même gagné durant le second trimestre 623.000 nouveaux clients, alors que ses coûts d'acquisition de la clientèle ont parallèlement diminué de 6%. Il ne faut donc pas s'étonner de ce que la marge opérationnelle croisse de 2,1% pour atteindre 42,5%. Aux Etats-Unis, Deutsche Telekom a le vent dans le dos et a gagné sur la même période 972.000 clients. Au total, le chiffre d'affaires a grimpé de 2,6% pour atteindre 14,7 milliards d'euros.

Pour l'année entière, la direction se tient à ses prévisions du mois de Mars où elle voyait son cashflow opérationnel brut entre 20,7 et 21 milliards d'euros, soit une augmentation de 5,6 à 7,1% par rapport à 2004.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour les 12 prochains mois ont crû de 3,1% durant les 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

A 1,43 fois la valeur comptable, le titre Deutsche Telekom est le meilleur marché du secteur de la télécommunication. Bien qu'elle refuse de communiquer une évaluation du dividende, la direction a annoncé que celui-ci ne serait pas inférieur au dividende de 0,62 EUR par action de 2004, soit un rendement du dividende de minimum 4,1 %, ce qui offre un soutien au cours.

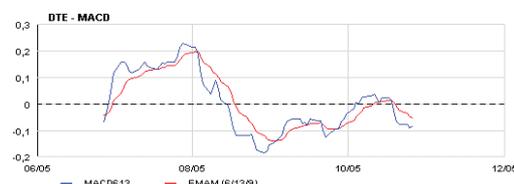
Nous sommes acheteurs du titre sur recul du cours.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	10,3 EUR
Valeur actif net tangible :	-2,2 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,5
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	12,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	10,9
Rendement brut du dividende :	4,1%
Endettement :	53%
Prochains résultats :	9 Novembre

■ Analyse technique

Le MACD à court terme a effectué un golden cross à la vente le 18 octobre dernier et continue de décroître depuis. Les stochastiques sont également passées en zone de sous-évaluation technique et ont déjà tenté une inflexion à la hausse, mais le mouvement s'est arrêté net. Quant aux bandes de Bollinger, elles nous apprennent qu'un trading est possible entre 14,70 et 15,49 EUR, soit une plus-value potentielle de 5,3%. L'investisseur prudent attendra que le MACD se retourne avant de tenter un nouveau trading.



■ DaimlerChrysler (DCX – Frankfurt) – Automobiles – 41,4 EUR

■ Profil

En 1998, DaimlerBenz a repris le constructeur automobile américain Chrysler pour former un des plus grands constructeurs automobiles mondiaux. Le groupe produit désormais dans 17 pays différents et compte 385.000 collaborateurs. En 2004, DaimlerBenz a vendu 4 millions de voitures personnelles et 700.000 poids lourds, et compte dans son portefeuille des marques reconnues : Mercedes-Benz, Maybach, Chrysler, Dodge, Freightliner, Setra et Smart.

Le chiffre d'affaires en 2004, qui s'établissait à 142 milliards d'euros, s'est réparti comme suit :

■ Etats-Unis :	46%
■ Union européenne :	33%
■ Asie :	7%
■ Reste du monde :	14%

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires a atteint 38,2 milliards d'euros durant le troisième trimestre de 2005, soit une hausse de 9%. Le bénéfice opérationnel brut a également crû de 38% à 1,84 milliards d'euros et a dépassé de 10% les attentes du marché qui tablait sur un bénéfice opérationnel brut de 1,66 milliards. C'est surtout Mercedes qui a dépassé largement les attentes du marché avec une hausse du bénéfice de 2x43%. Chrysler a pu également faire croître ses bénéfices de 2x43%. La division poids lourds a triplé son bénéfice. Seule note négative : la division financière a vu son bénéfice légèrement diminuer (de 1%) pour s'établir à 408 millions d'euros.

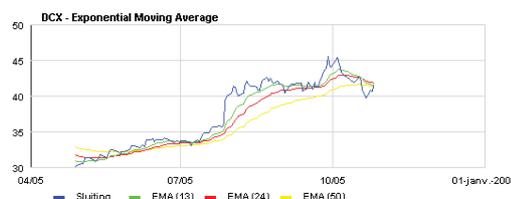
Dans notre revue du mois d'avril, nous avons identifié trois problèmes à régler prioritairement chez Daimler-Chrysler : résoudre les problèmes de qualité chez Mercedes, arrêter les pertes générées par Smart, renforcer l'identité indépendante de Maybach (à l'instar de Lexus au sein du groupe Toyota). Après une restructuration réussie de Chrysler, il semble acquis que le nouveau CEO du groupe, Dieter Zetsche, ai résolu les deux premiers points.

Pour l'année prochaine, le groupe s'attend à une légère diminution du marché en Europe occidentale et à un marché toujours positif aux Etats-Unis.

Momentanément, Smart a encore le bénéfice du doute, mais nous supposons que 2006 sera l'année de la reprise. Si tel n'était pas le cas, il faudra

envisager sérieusement la fermeture de la division. Par contre, Chrysler semble être en mesure de stabiliser ses parts de marché, ce qui n'est pas le cas de ses concurrents General Motors et Ford.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour les 12 prochains mois ont été revues à la hausse durant les 4 dernières semaines de 5,8 %.



■ Notre opinion

Le nouveau CEO du groupe, Dieter Zetsche, a déjà fait ses preuves en réussissant une restructuration difficile chez Chrysler. Il s'attaque maintenant aux difficultés rencontrées par la marque principale du groupe, Mercedes. La route est certes longue, mais les premiers résultats sont déjà perceptibles. De plus, Chrysler profitera certainement indirectement des restructurations en cours dans le secteur automobile aux Etats-Unis (sous l'impulsion de General Motors et de Ford). La valorisation du titre reste raisonnable, ce qui permettra aux investisseurs à long terme de prendre une première position au cours actuel.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	34,8 EUR
Valeur actif net tangible :	28,5 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,2
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	17,1
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	11,6
Rendement brut du dividende :	3,6%
Endettement :	2,7%
Prochains résultats :	16 Février

■ Analyse technique

Les indicateurs techniques à court terme sont négatifs. L'investisseur prudent attendra une inflexion des stochastiques en zone de sous-évaluation technique et un golden cross à l'achat du MACD pour tenter un trading entre 39,16 EUR et 45,53 EUR, soit une plus-value potentielle de 16%.

Fortis (FORB – Euronext Bruxelles) – Banques – 23,77 EUR

Profil

Fortis est un fournisseur intégré de services financiers actif dans la banque et l'assurance. Le groupe propose à des clients particuliers, d'affaires et institutionnels un large éventail de produits et de services, que ce soit par ses propres canaux de distribution ou en collaboration avec des intermédiaires (distribution multi-canaux).

Son bénéfice net se répartit entre :

■ Banque Retail :	25%
■ Banque Commerciale :	30%
■ Gestion de fortune :	13%
■ Assurance aux Pays-Bas :	13%
■ Assurance en Belgique :	14%
■ Assurance à l'international :	5%

Résultats et perspectives

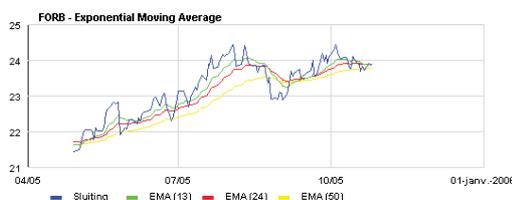
A l'instar des autres banques belges et néerlandaises, les résultats de Fortis sont influencés positivement depuis plusieurs trimestres par des provisions moins importantes pour les déficiences des emprunteurs. La division bancaire a été le générateur le plus important de bénéfice avec une augmentation du bénéfice net de 37% à 1,5 milliards d'euros au deuxième trimestre. La division assurance a réussi quant à elle à faire croître son bénéfice net de 27% à 0,7 milliards d'euros.

Fortis compte sur une croissance de son bénéfice de 10% pour 2005 et espère réaliser d'ici à 2009 30% de son bénéfice à l'extérieur du Benelux. Fortis pense atteindre cet objectif par de la croissance organique et quelques reprises bien ciblées. Ces reprises devraient surtout se dérouler en Chine, en Europe centrale et en Europe de l'Est. La première étape a été franchie à l'occasion de la reprise de la banque turque « Turk Dis Ticaret Bankasi ».

Fortis est clairement à la recherche d'un partenaire pour son enfant terrible qu'est la gestion de fortune. L'activité de gestion de fortune n'est d'ailleurs plus mentionnée comme activité à part entière dans les dernières publications de résultats du groupe. Cette recherche d'un partenaire est apparu au grand jour lors de la très éphémère tentative de rapprochement avec le groupe franco-belge Dexia.

Fortis a augmenté sa participation dans la banque portugaise Banco Commercial à 4,99%. Fortis souhaite ainsi sécuriser sa joint-venture dans les assurances et continuer à rechercher de nouvelles collaborations commerciales.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour les 12 prochains mois ont crû de 3,5% sur les 4 semaines écoulées.



Notre opinion

Le PER estimé pour 2005 est de 9,7. En tenant compte d'un rendement brut du dividende de 4,4%, Fortis présente une valorisation relativement faible par rapport à ses pairs sectoriels. Le rendement moyen du dividende dans le secteur est de 3,2% et le PER moyen estimé pour 2005 est de 11,9.

Les investisseurs de long terme à la recherche d'une alternative pour le dividende d'Electrabel peuvent considérer Fortis comme un candidat sérieux.

Analyse fondamentale

Valeur comptable :	13,32 EUR
Valeur actif net tangible :	12,22 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	9,7
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	9,1
Rendement brut du dividende :	4,4%
Endettement :	N.A.
Prochains résultats :	23 Novembre

Analyse technique

Le MACD à court terme vient d'effectuer un silver cross à l'achat, signe qu'une amélioration du cours à court terme est peut être en vue. Les stochastiques sont déjà sorti de la zone de sous-évaluation technique. Les bandes de Bollinger nous confirment qu'un trading est possible entre 23,55 et 24,40 EUR, soit une plus-value potentielle de 3%.

■ DSM (DSM – Euronext Amsterdam) – Matériaux – 29,78 EUR

■ Profil

DSM conçoit et fabrique des produits chimiques, des résines et des plastiques qu'elle vend à une clientèle mondiale. Elle produit de la chimie fine à l'usage de la fabrication de médicaments, de teintures, de pigments, d'arômes, de parfums, de caoutchouc synthétique, de caoutchouc thermoplastique, de fibres polyéthylènes, de polymères et de fertilisants.

Le bénéfice brut opérationnel en 2004 s'est établi à 512 millions d'Euro et se partage entre :

■ Science de la vie :	15%
■ Nutrition :	35%
■ Haute technologie :	26%
■ Chimie pour l'Industrie :	19%
■ Autres :	5%

■ Résultats et perspectives

Les résultats du troisième trimestre de 2005 sont en ligne avec les prévisions officielles, mais sont légèrement inférieurs à ce que certains analystes espéraient. Le chiffre d'affaires a presque atteint 2 milliards d'euros, en hausse de 2%, et le bénéfice net s'est apprécié de 25% à 151 millions d'euros. Le bénéfice opérationnel brut a même affiché un résultat meilleur qu'attendu, en hausse de 44% à 220 millions d'euro, là où les analystes attendaient une hausse de 40%.

La croissance organique du chiffre d'affaires a atteint 6% sans reprise extérieure et les prix de vente moyens des produits de DSM ont augmenté de 4%. Le prix des matières premières ont cependant également monté et la hausse est ici significative, étant donné qu'elle atteint 15%. C'est principalement la division Chimie pour l'industrie qui a ressenti cette hausse des prix des matières premières. Le bénéfice brut opérationnel y est resté stable. C'est par contre la division Haute technologie qui a le plus contribué à l'amélioration du résultat, avec un doublement de son bénéfice à près de 88 millions d'euros.

La direction de DSM s'attend à ce que 2005 soit une année record et regarde avec confiance l'année 2006, étant donnée la croissance de l'économie mondiale. DSM va également procéder à des diminutions de la taille de ses équipes et s'attend à enregistrer des économies de l'ordre de 100 à 150 millions d'euros. La stratégie de l'entreprise reste basée sur l'élargissement de la division des produits

nutritionnels et sur la croissance du chiffre d'affaires en Asie (surtout en Chine), l'objectif avoué étant d'atteindre un milliard d'euros de chiffre d'affaires en 2010.

Malgré ces bonnes nouvelles, les chiffres récents du groupe ont été accueillis tièdement par le marché. Cependant, DSM semble être bien positionnée pour débiter sa seconde phase de croissance. Son programme de transformation de ses activités, baptisé « Vision 2005 », est actuellement mis en œuvre à un rythme soutenu, devançant même les dates initialement prévues pour son application.

DSM est désormais un groupe spécialisé dans la chimie. Seul 20% du chiffre d'affaires proviennent de produits de base (marges étroites, peu de recherche et de développement). DSM va maintenant intensifier sa croissance organique et ses diminutions de coûts sur ses activités existantes.

Les attentes bénéficiaires moyennes pour les 12 prochains mois ont été revues à la hausse de 0,6% durant les 4 dernières semaines.

■ Notre opinion

Le rendement raisonnable du dividende (les analystes s'attendent à un dividende l'année prochaine de 3,4% contre 2,9% cette année) et la valorisation relativement basse (tant par rapport à son secteur d'activité que par rapport au marché entier) constituent deux raisons pour les investisseurs à long terme pour prendre des positions sur le titre.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	27,9 EUR
Valeur actif net tangible :	22,8 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,1
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	10,9
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	10,5
Rendement brut du dividende :	2,9%
Endettement :	5%
Prochains résultats :	3 Février

■ Analyse technique

DSM vient de changer de ligne de cotation le 20 octobre dernier. L'analyse technique se basant sur les données de cours et de volume des 500 derniers jours, nous ne disposons pas d'un recul suffisant pour analyser la valeur d'un point de vue technique.

■ Crédit Agricole (ACA – Euronext Paris) – Banques – 23,56 EUR

■ Profil

Après la fusion avec le Crédit Lyonnais, le Crédit Agricole (CA) est devenu la plus grande banque française. A l'instar de BNP Paribas, le Crédit Agricole est actif dans de nombreuses spécialités, telles que le Retail Banking, le Corporate & Investment Banking et la gestion de fortune (avec 399 milliards d'euros en gestion). Crédit Agricole est également actif dans les services financiers spécialisés, tels que le leasing, le factoring ou le crédit à la consommation.

Durant le premier semestre 2005, les apports des différents départements au bénéfice brut de l'entreprise se sont répartis comme suit :

■ Retail Bank en France	
– Banques régionales CA :	14%
■ Retail Bank en France – Crédit Lyonnais :	13%
■ Retail Bank international :	7%
■ Services financiers spécialisés :	12%
■ Gestion de fortune :	27%
■ Corporate & Investment Banking :	27%

■ Résultats et perspectives

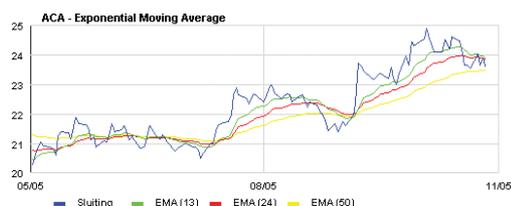
Le 7 septembre dernier, le Crédit Agricole a publié des résultats en nette progression de 23% sur un an, surprenant le marché qui s'attendait à une progression sensiblement inférieure. Le bénéfice trimestriel net s'est ainsi élevé à 960 millions d'euros, contre 781 millions d'euros un an auparavant, alors que le consensus des analystes tablait sur 844 millions d'euros. Le chiffre d'affaires a lui progressé de 4% pour s'établir à 3,46 milliards d'euros.

Bien qu'une partie de la progression s'explique par des éléments exceptionnels non récurrents, on peut toutefois noter que les résultats ont été soutenus par la division Corporate & Investment Banking (la société a dirigé entre autres l'introduction en bourse de Gaz de France) et par une accélération des ventes de crédits hypothécaires et de crédits aux petites entreprises en France. Après quelques trimestres décevants, l'amélioration est sensible et a très bien été perçue par le marché.

Depuis le rachat de Crédit Lyonnais en 2003, la société se bat pour augmenter sa rentabilité, inférieure à celle de ses proches concurrents français BNP Paribas et Société Générale. Il semblerait que l'intégration du Crédit Lyonnais porte enfin ses fruits. La direction a rappelé à cet égard qu'elle

tablait sur des réductions de coûts de 776 millions d'euros liées à cette intégration d'ici 2006.

Les attentes bénéficiaires pour les douze prochains mois ont progressé de 1,6% durant les quatre semaines écoulées.



■ Notre opinion

La faible rentabilité du titre, comparée à ses concurrents, pesait encore sur le titre durant le premier semestre. Comparé à ses collègues du secteur bancaire, le cours de Crédit agricole est fortement sous-évalué (1,4 fois la valeur comptable, comparé à la moyenne du secteur qui est 1,82). Le potentiel de revalorisation est donc réel. Nous sommes acheteurs sur le titre.

■ Analyse fondamentale

Valeur comptable :	16,9 EUR
Valeur actif net tangible :	7,4 EUR
Ratio Cours/Valeur comptable :	1,4
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2005) :	9,8
Ratio Cours/Bénéfice estimé (2006) :	9,0
Rendement brut du dividende :	2,8%
Endettement :	NA
Prochains résultats :	16 Novembre

■ Analyse technique

Comme la plupart des valeurs ce mois-ci, le MACD à court terme vient de marquer un Golden cross à la vente et est actuellement en zone de sous-évaluation technique. L'investisseur prudent attendra que le MACD redonne un golden cross à l'achat pour prendre une position et tenter un trading entre 23,37 et 24,87 EUR, soit une plus-value potentielle de 6,4%.



Gestion de Fortune

18 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.8

■ Stratégie d'investissement

L'écart de performance attendue entre les placements en actions et les placements en obligations (i.e. la prime de risque) reste à un niveau historiquement très élevé. C'est-à-dire que les actions devraient générer, à l'avenir, une performance sensiblement supérieure à celle des obligations. En gestion de fortune, nous surpondérons dès lors les actions. Nous patientons pour prendre position en immobilier et nous soignons le timing en obligations.

La répartition stratégique des différentes formes de placements pour le profil offensif est la suivante (les poids pivots sont entre parenthèses) :

■ Placements en actions : 55% (50%)

- Actions diversifiées 27,5% (25%)
- Actions individuelles 27,5% (25%)

■ Placements alternatifs : 0% (10%)

- Immobilier 0% (5%)
- Autres 0% (5%)

■ Placements à terme fixe : 45% (40%)

- Obligations 35% (35%)
- Liquidités 10% (5%)

■ Placements diversifiés en actions

Pour rappel, les placements diversifiés en actions consistent en une sélection d'organismes de placements collectifs réunis au sein de la sicav Leleux Invest FoF World Equities (voir le numéro de septembre de notre revue mensuelle). Il s'agit donc d'un fonds de fonds dont les investissements sont diversifiés à travers le monde, les styles de gestion et les gestionnaires.

Actuellement, le fonds fait la part belle aux marchés émergents et à l'Asie où les perspectives de croissance sont sensiblement supérieures à celles des pays développés occidentaux. En particulier, le marché américain est largement sous-pondéré, notamment parce qu'à 14,3 fois les bénéfices attendus pour les 12 prochains mois, il est relativement cher par rapport notamment au marché européen (11,5 fois les bénéfices attendus).

Sur les douze mois écoulés, la valeur nette d'inventaire du fonds s'est appréciée de 20,4%, alors que, dans le même temps, les actions mondiales dégageaient un return (i.e. performance dividendes inclus) de 17,8% en euro.

■ Placements en actions individuelles

Nous profitons de la nervosité des marchés en cette période de publication des résultats trimestriels pour procéder à des achats progressifs conformément à notre approche "Value" (voir le numéro d'octobre de notre revue mensuelle). Nous diversifions les investissements entre les différents secteurs d'activité économique :

Secteur	Déjà en portefeuille	Nouveaux achats	Sous surveillance
Energie		Repsol OMV	
Matériaux	DSM		Saint-Gobain
Industrie	Schneider Electric		
Biens de consommation durable			Thomson Vivendi Universal
Biens de consommation courante		Henkel	
Soins de santé	Sanofi Aventis		
Banques	Commerzbank	Crédit Agricole	Capitalia Fortis
Assurance			Aegon Allianz
Technologie de l'information		Cap Gemini	STMicroelectronics
Télé-communications		Deutsche Telekom France Telecom	
Services aux collectivités	E.On		EDP

■ Placements en obligations

Malgré la faiblesse des rendements obligataires, nous ne sous-pondérons pas activement les portefeuilles en obligations. En effet, la croissance économique reste molle en Europe et la hausse du prix du pétrole ne parvient pas à se traduire en hausse généralisée des prix à la consommation tellement les forces concurrentielles (liées à la globalisation de l'économie) sont fortes (voire notre article sur les euro-obligations page 3). Nous n'anticipons dès lors pas de violente remontée des taux d'intérêt à moyen et long terme. Cependant, le risque de hausse des taux n'étant pas nul et le différentiel entre les taux courts et les taux longs n'étant pas très élevé, nous nous montrons patients et opportunistes pour investir les portefeuilles sous-pondérés en obligations qui nous sont confiés en gestion.

Dans le cadre de la prochaine introduction sur le marché libre d'Euronext Bruxelles de la société NewTree, Leleux Associated Brokers, lead manager de l'opération, organisera à la fin du mois de novembre et au début du mois de décembre plusieurs roadshows de présentation de la société. Vous retrouverez les dates de ces présentations sur notre site Internet www.leleux.be. Le prospectus d'introduction est en cours d'approbation.

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 13	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

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:

Olivier Leleux

Date de rédaction:

le 28 octobre 2005