

# Edito

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Cher Client,

Ce mois d'avril 2002 a déçu de nombreux investisseurs. En effet, loin de refléter les bons paramètres économiques du mois de mars sur les comptes de résultats des entreprises cotées de l'ensemble du 1er trimestre 2002, les performances boursières ont été très négatives. Comment peut-on expliquer cette déprime générale des marchés ?

Il nous paraît évident que certains ont peché par trop de légèreté et d'optimisme immédiat. Bien que le mois de mars nous a réjoui quant à la bonne tenue des indicateurs économiques, il était évident que les résultats du premier trimestre, incluant deux mois médiocres, n'allaient pas être de la même trempe. La déception ne pouvait être qu'à la hauteur des espérances et elle s'est traduite dans une volatilité importante des marchés. Dans ces temps plus difficiles, il est essentiel d'allonger sa perspective temporelle d'investissement et de considérer un placement en valeurs mobilières sur plusieurs trimestres, voire même sur plusieurs années.

Chez Leleux Associated Brokers, nous maintenons notre avis répété à de nombreuses occasions. L'investissement en valeurs mobilières reste intéressant, tant qu'il suit une stratégie de répartition adaptée au profil de risque de l'investisseur et qu'il se concentre sur des valeurs dont les fondamentaux sont positifs. Quelle que soit alors la tendance du marché, l'investissement sera rentable à moyen terme. Nos chargés de clientèle se feront un plaisir de définir avec vous cette stratégie de répartition et de vous aider à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Si vous faites partie des investisseurs qui souhaitent marquer une pause sur le marché des actions, un nouveau produit obligataire vient de sortir des mannes du ministère des finances. Il s'agit en effet d'une obligation linéaire, vous offrant un coupon trimestriel à taux variable. Ce taux est revu à chaque nouveau trimestre et suit fidèlement l'évolution du taux d'intérêt de référence BIBOR moins dix centimes, avec une échéance en 2007. Notre équipe de chargés de clientèle est à votre entière disposition pour vous présenter ce nouveau produit financier.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-nous de vous souhaiter une excellente lecture de votre nouvelle revue mensuelle.

Au nom du Conseil d'Administration  
**Olivier Leleux**  
Administrateur-Délégué



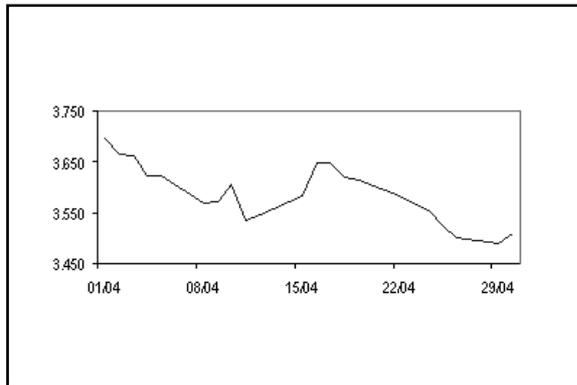
# Indices

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	26/04/02	31/12/01	Différence au 31/12/01	Différence au 29/03/02	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	509,26	506,78	0,49%	(4,13%)	(27,41%)
BEL 20 (Belgique)	2 813,83	2 782,01	1,14%	1,61%	(23,58%)
CAC 40 (France)	4 453,08	4 624,58	(3,71%)	(5,01%)	(35,67%)
DAX (Allemagne)	5 000,38	5 160,10	(3,10%)	(7,35%)	(38,00%)
FTSE 100 (G-B)	5 159,00	5 217,40	(1,12%)	(2,14%)	(25,56%)
NASDAQ (EUR)	151,42	223,58	(32,27%)	(19,21%)	(94,04%)
HEX (Finlande)	6 831,98	8 805,01	(22,41%)	(16,23%)	(55,63%)
OMX (Suède)	717,83	846,49	(15,20%)	(10,12%)	(44,04%)
SMI (Suisse)	6 530,10	6 417,80	1,75%	(1,88%)	(20,65%)
DJ Stoxx 50	3 500,80	3 706,93	(5,56%)	(5,26%)	(32,46%)
DJII (USA)	9 910,72	10 136,99	(2,23%)	(4,74%)	(15,46%)
NASDAQ (USA)	1 663,90	1 987,17	(16,27%)	(9,83%)	(67,05%)
TS 300 (CAD)	7 629,60	7 675,00	(0,59%)	(2,83%)	(29,29%)
NIKKEI (Japon)	11 541,39	10 542,62	9,47%	4,68%	(49,08%)
TWSE (Taiwan)	6 205,09	5 551,24	11,78%	0,61%	(9,29%)
STI (Singapour)	1 728,32	1 625,98	6,29%	(4,15%)	(16,48%)
MSCI World (J-2)	977,539	1007,97	(3,02%)	(2,24%)	(32,74%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	3,392%	3,294%	2,98%	(1,62%)	(33,90%)
Taux USD 3 mois	1,70%	1,680%	1,19%	(2,30%)	(73,38%)
Taux EUR 10 ans	5,087%	4,934%	3,10%	(2,85%)	(4,04%)
Taux JPY 10 ans	1,419%	1,368%	3,73%	2,45%	(25,59%)
Taux USD 10 ans	5,083%	5,101%	(0,35%)	(6,03%)	(13,98%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	0,8988	0,8828	1,81%	3,25%	(24,18%)
EURO en GBP	0,6179	0,6095	1,38%	1,08%	(7,71%)
USD en JPY	128,16	131,26	(2,36%)	(3,38%)	(19,72%)
Euro en JPY	115,18	115,88	(0,60%)	(0,24%)	(29,01%)
Or (once en USD)	309,95	276,45	12,12%	2,41%	(5,86%)
\$/baril	26,5	20,31	30,48%	5,24%	(28,74%)

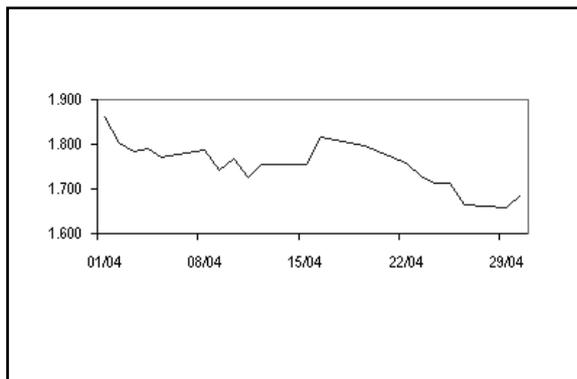
# Graphiques

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4



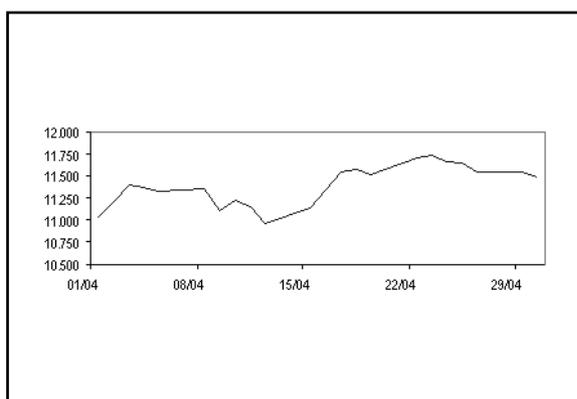
## ■ DJ Stoxx 50

Comme nous le disions le mois passé, il fallait attendre « de voir les deux moyennes mobiles se croiser vers le haut avant de pouvoir confirmer une reprise ». Cette reprise ne s'est pas confirmée et la tendance générale des marchés européens s'est infléchie. Bruxelles fait légèrement exception surtout grâce aux bancaires.



## ■ Nasdaq Composite

Ce graphique présente des rebonds successifs qui laisse à penser que l' « énergie » du marché s'affaiblit de jour en jour. Le recul des valeurs technologiques, anciennes vedettes de ce marché, en est la cause principale. Ce phénomène se remarque également au « Standard & Poor's 500 » ou au « New-York Composite Index ». Quant au Dow Jones Industrial, la courbe vient de couper toutes ses moyennes n'ayant pas pu résister sur le niveau des 10.000 points, après la publication de la croissance du PIB le 24 avril dernier.



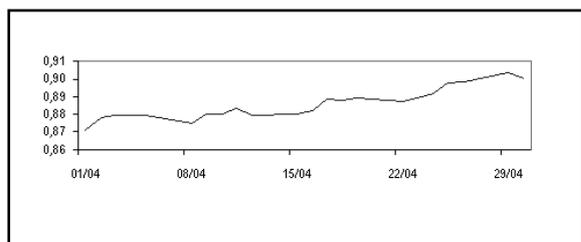
## ■ Nikkei 225

Le reprise de l'indice japonais s'est confirmée malgré des données économiques favorables qui tardent à être publiées. On pourrait penser que ce marché est manipulé par les autorités aux fins d'éviter une « débâcle » bancaire. En résumé, on ferait traîner les choses, le temps de progresser dans le sauvetage du système bancaire.

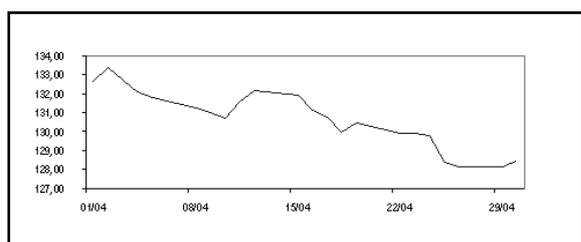
# Devises

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ Euro en dollar US

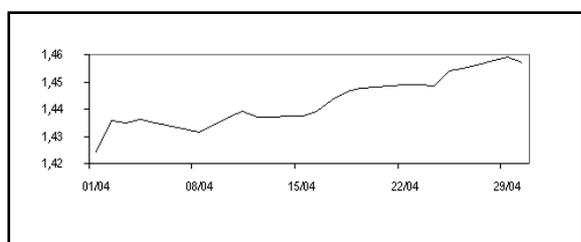


## ■ Dollar en yen



Sur les deux graphiques ci-contre, on observe un net affaiblissement du dollar simultanément face au yen et à l'euro. Il en va de même face à la livre sterling. L'once d'or étant en net redressement actuellement, on peut se demander si une spéculation ne s'était pas développée pour maintenir artificiellement le dollar à un niveau relativement élevé (afin d'éviter un reflux trop important de cette devise vers son pays d'origine) et que cette spéculation aurait trouvé son terme.

## ■ Livre Sterling en dollar US



# Economies

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ ETATS-UNIS

La Federal Reserve (Fed) est très gênée pour monter ses taux directeurs car le cycle économique est très en avance sur celui des profits.

La croissance US étant tirée quasi-exclusivement par la consommation des ménages, la Fed peut difficilement entamer la remontée de ses taux directeurs. La Fed est globalement confrontée au fait que le cycle en cours est marqué par la vigueur de la demande finale, le restockage et l'investissement étant très lents à se mettre en place, alors que les prix de l'énergie sont orientés à la hausse ; de même, le cycle économique étant très en avance sur le cycle de reconstitution des profits, un durcissement monétaire prématuré pourrait être dangereux; mais les risques de choc pétrolier et de tensions inflationnistes sont minimes. La croissance va induire un redémarrage des stocks et de l'investissement. Le taux des Fed Funds devrait donc se tendre à l'horizon fin d'année.

Dans l'équation qui permet à la Fed de déterminer sa politique monétaire, les inconnues « croissance » et « inflation » ont des pondérations qui diffèrent selon les phases du cycle économique. Actuellement, c'est le facteur croissance qui l'emporte, puisque les risques inflationnistes sont jugés inexistantes, malgré une forte envolée des cours du pétrole brut depuis quelques semaines. La situation actuelle de l'économie américaine pousse la Fed à maintenir ses taux directeurs historiquement bas malgré une croissance étonnamment forte (PIB en hausse de 1.7 % au 4ème trimestre 2001) : en effet, l'absence de récession (l'économie a seulement ralenti fortement entre octobre 2000 et septembre 2001) puis la phase de reprise de la croissance sont dues

exclusivement à la demande finale, en particulier la consommation des ménages (70 % du PIB et une progression de 6.1 % en rythme annuel au 4ème trimestre 2001) et, accessoirement, les dépenses publiques. La caractéristique de ce cycle est que les moteurs du stockage (même si la vitesse de « liquidation » a fortement chuté) et de l'investissement sont arrêtés. D'où les interrogations (justifiées) de la Fed sur la pérennité de la consommation des ménages et la nécessité d'amorcer maintenant<sup>1</sup> le durcissement monétaire. Car plusieurs points sont préoccupants et risquent de freiner la consommation, comme l'a souligné Alan Greenspan devant le Joint Economic Committee le 17 avril.

La hausse des cours du pétrole depuis le mois de janvier : bien qu'il n'existe pas de corrélation systématique entre le niveau de croissance et les cours du pétrole, les phases de ralentissement ou de récession depuis 1973 ont été précédées de fortes hausses des cours du pétrole. Or, la dynamique de progression des ventes au détail (hors produits raffinés) ralentit nettement depuis deux mois. La hausse du prix de l'essence (+15 % sur le seul dernier mois) en est certainement la cause. La même situation s'était produite au 4 e trimestre 2000.

L'effet de richesse négatif : principalement sous l'effet du recul des marchés d'actions, puisque les prix de l'immobilier ont continué de progresser, le patrimoine des ménages est passé de 6.3 fois le revenu disponible fin 1999 à 5.3 actuellement. Or, la valorisation du patrimoine est une des clés de la consommation, car elle en détermine environ un quart. La baisse du taux d'épargne, qui avait fortement soutenu la consommation, est attribuable à 90 % à la hausse du ratio richesse/revenus. Désormais la situation s'inverse

<sup>1</sup> Prochaine réunion du Comité Monétaire le 7 mai

et, pour les 25 % des ménages les plus aisés (qui représentent 44 % des revenus après impôts, et qui sont les plus forts détenteurs d'actions par rapport à l'immobilier), le taux d'épargne est redevenu positif après avoir été négatif en 1999 et 2000.

L'élévation du niveau d'endettement et du service de la dette : la dette totale des ménages atteint un record, avec 73 % du PIB et 99 % du revenu disponible (contre 95 % fin 2000). Ce pourcentage atteint 130 % (contre 110 % fin 2000) pour les ménages les plus aisés. Le service de la dette atteint 14.3 % des revenus contre 12 % fin 2000, malgré les volumes considérables de refinancement, en particulier de « remortgage ». Cette situation peut peser négativement sur la consommation. C'est pourquoi, la Fed ne peut pas prendre le risque de monter ses taux dans l'immédiat, malgré l'ampleur des chiffres de la croissance attendue pour le premier trimestre 2002 (+1 % par rapport au 4eme trimestre 2001, soit environ 4 % en rythme annuel). Cependant ce mouvement semble inéluctable et fait partie des anticipations, comme le traduit le ralentissement de la vitesse de progression de M3 et la pentification de la courbe des taux, qui traduit les anticipations croissantes de reprise de l'activité économique. D'ici à la fin de l'année, la courbe des taux devrait, en revanche, se dépentifier puisque la Fed va remonter ses taux alors que les taux longs intègrent déjà la reprise économique en cours.

Certains éléments peuvent rassurer la Fed

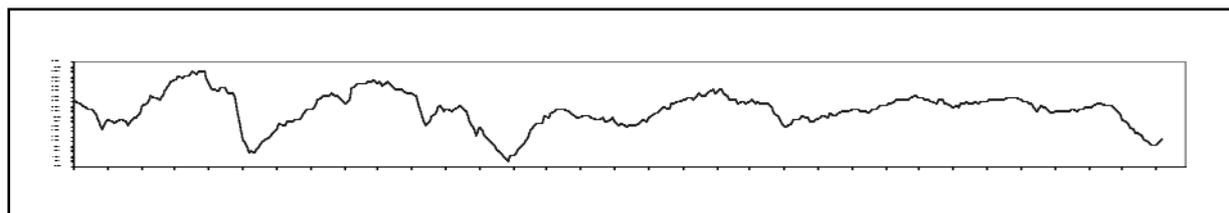
Un nouveau choc pétrolier est improbable : la hausse actuelle des cours (qui est en grande partie une correction de l'effondrement antérieur, salubre pour les pays producteurs) est due davantage à des raisons géopolitiques qu'à un déséquilibre offre/demande. Les risques

d'embargo sont minimales : la part de l'Opep dans la production mondiale a fortement reculé au profit des Nopep<sup>2</sup>, dont les coût de production ont nettement baissé. Enfin la gestion des stocks des pays consommateurs est plus efficace. Les USA poursuivent l'augmentation de leurs stocks stratégiques. La hausse actuelle des cours du pétrole devrait avoir un impact limité sur les indices de prix : la corrélation entre l'inflation « core » et la hausse du pétrole est moins importante aujourd'hui. Cela est dû à la baisse du coût de l'énergie dans les coûts unitaires totaux et au fait que ce coût est supporté par les entreprises au niveau de leurs marges puisqu'elles ne peuvent pas monter leurs prix dans un univers hyper-concurrentiel. Par ailleurs, l'effet de base ne peut pas faire monter fortement le CPI car les indices de prix étaient élevés, il y a un an.

La hausse de l'énergie n'aura pas d'impact haussier sur les taux longs : dans un premier temps, tant que les coûts de l'énergie seront élevés, cela contribuera à freiner la reconstitution des marges et des profits, et cela au détriment des marchés actions et au profit d'un « flight to quality » vers le marché obligataire. Ensuite, quand la banque centrale commencera à remonter ses taux directeurs, l'effet d'anticipation enregistré sur les taux longs s'atténuera. Même si dans le cadre de la progression de la croissance, nous peut anticiper une hausse des rendements longs, celle-ci devrait être modérée et contenue.

Les stocks vont se reconstituer et l'investissement repartir progressivement : après le déstockage historique enregistré au cours de l'année 2001, les stocks sont aujourd'hui très bas. Afin de satisfaire la demande finale, les entreprises vont être obligées d'augmenter leur production et, même, de restocker lorsque la visibilité sera meilleure.

## ■ Utilisation de la capacité de production US (depuis janvier 1970)



<sup>2</sup> Pays non-membres de l'OPEP

Cette hausse de la production devrait entraîner une remontée du taux d'utilisation des capacités productives et ainsi, une fois ce dernier revenu autour de 80 %, provoquer une reprise de l'investissement productif. L'investissement a déjà repris dans certains secteurs de haute technologie, très en amont du cycle, et l'investissement technologique devrait également permettre au second moteur de la croissance de prendre le relais sur le premier, qui est aujourd'hui la consommation. Les marges des entreprises vont progressivement se redresser : au 4ème trimestre 2001, la restructuration rapide des entreprises a entraîné un recul de 1 % des coûts salariaux unitaires qui représentent 80 % du coût de production. Les coûts de stockage ont fortement baissé, et l'ensemble des coûts fixes de production est en net recul. Par ailleurs, le recul des prix des biens d'investissement, l'anticipation d'une forte croissance économique et le maintien des taux d'intérêt à un niveau nominal faible sont de nature à relancer le processus d'investissement.

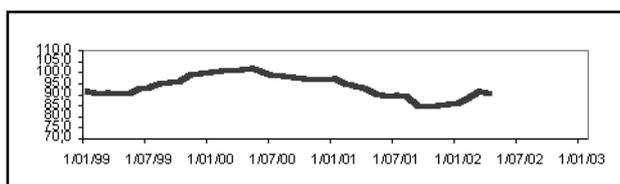
Les chiffres publiés le vendredi 24 avril sur la croissance du PIB américain ont pu faire illusions quelques temps. Une croissance de + 5.8% alors que le consensus attendait une croissance de 5% que certains considéraient comme trop optimiste, est venue donner un « coup de fouet » à court terme au marché. Mais quand on a connu la décomposition de cette croissance, les opérateurs ont perdu tout enthousiasme et ont montré leur mécontentement. En effet, cette croissance est due principalement à une hausse de 19% des dépenses de « défense nationale » (contre une croissance de 9% le trimestre précédent) tandis que les dépenses de consommation n'augmentaient que de 3.5% (contre une croissance de 6.1% le trimestre précédent). Ce que l'on craignait est donc en train de se réaliser : la consommation des ménages n'augmente plus aussi vite que précédemment.

## ■ EUROPE

### ■ Allemagne

Le recul de l'indice de confiance des industriels allemands, au mois d'avril, indique que la situation en Allemagne ne s'améliore pas encore et que la première économie de la zone euro constitue toujours le point noir de l'Europe, malgré quelques signes encourageants.

#### ■ L'indice IFO recule à 90.5 au mois d'avril après 91.5 au mois de mars.



Les économistes attendaient une hausse à 92.2. Il s'agit de la première baisse de l'indice depuis le mois d'octobre 2001. L'indice était revenu, au mois de mars, à son plus haut depuis le mois d'avril 2001, en raison de la forte hausse des anticipations. La composante « anticipations », après avoir en effet enregistré une très forte hausse au cours des

derniers mois, recule à 104.6 au mois d'avril après 106.1 au mois de mars. Les économistes attendaient une baisse à 106.0. La forte hausse du mois de mars était due à l'amélioration de la conjoncture américaine et le recul d'avril n'est pas étonnant. Par contre, une amélioration de la composante évaluant le sentiment actuel au mois d'avril pouvait être attendue, alors que certains signes semblent montrer une amélioration de la conjoncture allemande, tels que la baisse du chômage, le rebond de la production industrielle ou la reprise des importations américaines. Cette amélioration n'a pas eu lieu, probablement en partie en raison des grèves dans la sidérurgie, et l'indice mesurant le sentiment actuel recule au mois d'avril, à 76.9 après 77.5 au mois de mars, proche de son plus bas en 8 ans atteint au mois de février 2002. Ce chiffre ne montre donc aucune amélioration de la perception de la situation de la part des industriels allemands. Une reprise en Allemagne sera nécessaire afin que l'Europe reparte réellement, puisque l'Allemagne représente 30 % du PIB de la zone euro et constitue le principal partenaire des autres pays de la zone en termes d'échanges commerciaux (les importations allemandes représentent 42 % du PIB de la zone).

# Bourses

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ TEXAS INSTRUMENT (TXN - New York Stock Exchange - Sémi-conducteurs - 30.93 USD)

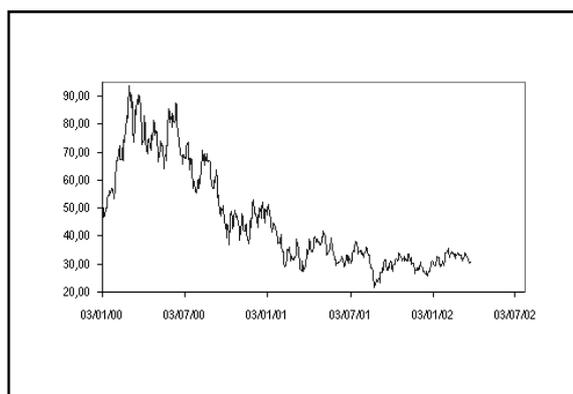
### ■ Profil

Fabricant de semi-conducteurs principalement dédiés aux télécoms, Texas Instruments (TI) est leader mondial sur le marché des DSP (Digital Signal Processing) et jouit d'une position dominante sur le marché des circuits intégrés analogiques. TI produit également des puces à application spécifique et des circuits intégrés standards. La division Semi-conducteurs représente 83 % du chiffre d'affaires total, le reste provenant des ventes de calculatrices et autres.

Un retour à la croissance plus rapide que prévu a permis à Texas Instruments de renouer avec les bénéfices dès le 1er trimestre 2002 (1T02). Pro forma, la firme texane a enregistré un résultat net de 24 M\$, soit \$0.01 par action. Texas Instruments peut surtout se féliciter de voir son activité repartir plus vite que prévu : le chiffre d'affaires a atteint 1,827 Md\$, soit une croissance de 2% par rapport au 4eme trimestre 2001 grâce à de fortes ventes de produits analogiques. La division Semi-conducteurs, qui représente 83.2 % du chiffre d'affaires total au 1T02, affiche une hausse de 1%, à 1.52 Md\$. Par produit, les ventes de circuits intégrés analogiques affichent une croissance séquentielle de 8 % à 647 M\$, tout comme les ventes de DSP (+7 %), qui atteignent 401 M\$.

### ■ Commentaires

Pour le 2eme trimestre 2002, Texas Instruments prévoit un bénéfice par action hors exceptionnels de \$0.06 par action, nettement supérieur aux prévisions du consensus. TI semble donc très confiant pour la suite et table sur une hausse de 10% du chiffre d'affaires par rapport au 1T02, à environ 2 Md\$, grâce notamment à une croissance de 8% dans les semi-conducteurs. Les commandes de semi-conducteurs ont en effet progressé de 18 % au 1T02 et atteignent 1.54 Md\$, ce qui fait ressortir le ratio Book to Bill de la division Semi-conducteurs à 1.07, au-dessus de l'unité pour la première fois depuis 6 trimestres. Les commandes de produits analogiques sont même en hausse de 30 %.



## ■ SAINT GOBAIN (SGO - Euronext Paris - Construction - 190 EUR)

### ■ Profil

Saint-Gobain est l'un des 10 premiers groupes français. Il est spécialisé dans la production et la distribution de matériaux à fort contenu technologique, occupant pour chacun de ses domaines d'activité une position de leader européen ou mondial.

Le groupe est organisé en 3 pôles :

- habitat (45% du CA) : matériaux de construction (11%), canalisation (6%), distribution spécialisée (28%, n° 1 européen) ;
- verre (39%) : parmi les 3 principaux opérateurs du domaine du vitrage (14%), de l'isolation et du renforcement (11%) et du conditionnement (16%) ;
- matériaux haute performance (16%) : céramiques et plastiques (n° 1 en Europe pour les applications thermiques et mécaniques) et abrasifs (n° 1 mondial). En novembre 2000, le groupe a cédé sa participation dans Essilor International, n°1 mondial de l'optique ophtalmique (19,3% du CA de la branche en 2000).

La répartition géographique du CA est la suivante: France (29,6%), Europe (38,9%), Amérique du Nord (24,3%), autre (7,2%).

### ■ Perspectives financières

Saint-Gobain, a réalisé au premier trimestre 2002 un chiffre d'affaires en très légère hausse de 0,4% et le groupe a confirmé son objectif de progression comprise entre 0% et 4% en 2002 de son résultat net hors plus-values de cession, tout en rappelant que cet objectif repose sur un démarrage de l'activité industrielle américaine au second semestre 2002.

A structure comparable, le chiffre d'affaires a baissé de 1% en euro et de 2,1% en monnaies nationales au premier trimestre 2002 par rapport à

la même période de 2001, marquée par une activité particulièrement élevée.

En volume, les ventes du groupe ont reculé de 3,1%, mais ce repli a été partiellement compensé par une hausse des prix qui restent bien orientés avec une progression de 1%.

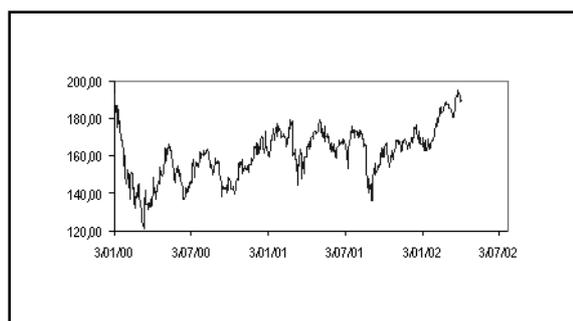
	BPA	C / B est.
12 / 2002	13.60	13.87
12 / 2003	14.97	12.61
12 / 2004	18.36	10.28

### ■ Commentaires

Suite à la forte performance du titre, le potentiel de hausse est limité et on peut plutôt s'attendre à une consolidation ou une baisse à court terme.

De plus, les possibilités de révision à la hausse des estimations de résultats sont réduites.

Néanmoins Saint-Gobain est une des valeurs cycliques industrielles les moins chères et devrait profiter de la reprise économique.



# VIVENDI UNIVERSAL

## (EX - Euronext Paris - Communication - 35.39 EUR)

### Profil

Issu de la fusion entre Vivendi, Canal+ et Seagram en juin 2000, Vivendi Universal est le n° 2 mondial de la communication. L'essentiel du CA s'articule autour de 5 métiers :

- TV et film (17%) : 2e catalogue mondial de droits audiovisuels (9 000 films et 30 000 heures de programmes TV) et 1er opérateur européen de TV à péage et numérique (15,3 millions d'abonnements). Le groupe détient en outre une participation dans USA Networks, groupe spécialisé dans le divertissement, le e-commerce et l'information ;
- édition (7%). Vivendi Universal Publishing est l'un des leaders mondiaux du secteur de l'édition (60 maisons d'édition, 80 millions de livres vendus par an), de l'information (80 titres de presse, 5 millions d'exemplaires) et du multimédia (jeux en ligne et sur PC, éducatif) ;
- musique (13%). Implanté dans 63 pays, Universal Music Group est le n° 1 mondial du secteur (22,5% de pdm). Universal Music Publishing Group détient et gère des droits d'auteurs sur plus de 800 000 titres ;
- télécoms (10%). Cegetel est le 1er opérateur privé français de télécommunications fixe et mobile avec 12,6 millions de clients (marques Cegetel et SFR) ;
- environnement (50%). Vivendi Environnement est l'un des 2 principaux fournisseurs mondiaux de services de gestion environnementale.

### Données financières

- Vivendi Universal a publié son compte de résultat trimestriel en US GAAP pour la première fois. Les résultats trimestriels sont légèrement supérieurs aux attentes. Le cash flow libre d'exploitation est en forte augmentation à 1.4 milliards d'€, mais cette progression résulte pour une grande part de créances enregistrées au cours du 4T01 et d'une saisonnalité des investissements dont certains ont sans doute été postposés au-delà du 31 mars. Cette

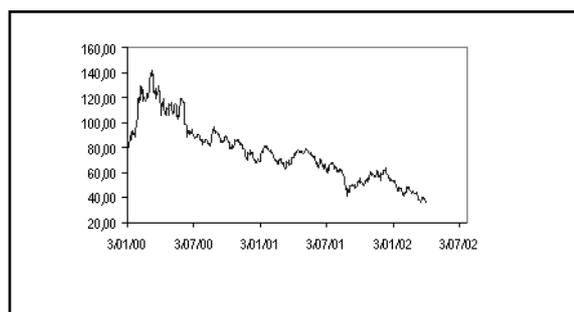
augmentation du cash flow d'exploitation ne se reproduira pas pour l'ensemble de l'année mais a contribué à ramener la dette à environ 17 milliards d'€ au 31 mars 2002.

- Le groupe Vivendi Universal a maintenu ses prévisions pour l'exercice en cours tant en matière de résultat que de réduction de la dette.

	2002	2003	2004
Est. EPS	43.6	25.26	22.87

### Commentaires

- A l'issue d'une assemblée générale houleuse, les actionnaires ont refusé de voter l'autorisation d'émettre des stock-options à hauteur de 5% du capital. Ce vote a été perçu comme un avertissement adressé à Jean-Marie Messier et à ses administrateurs.
- Vivendi Universal indique que le périmètre est aujourd'hui stabilisé. Il n'y a notamment aucune opération sur Vivendi Environnement à l'ordre du jour et le rachat de Stream est remis en cause. Si Vivendi Universal renonce à cette acquisition, on peut imaginer un désengagement du groupe en Italie, Telepiu ayant perdu 400 millions d'€ en 2001 et la direction ayant fait figurer parmi ses priorités de s'attaquer aux foyers de pertes du groupe.
- Malgré ces interrogations stratégiques et les difficultés que rencontrent les marchés de la musique et de la télévision à péage, à seulement 54% de la valeur comptable, nous sommes à l'achat sur le titre dans une optique à long terme.



# VIVENDI ENVIRONNEMENT

## (VIE - Euronext Paris - Utilities - 36.6 EUR)

### Profil

Vivendi Environnement, leader mondial des services à l'environnement, est présent sur les cinq continents. Elle apporte des solutions sur mesure aux industriels comme aux collectivités. Pour cela, elle s'appuie sur quatre métiers complémentaires: la gestion de l'eau, la gestion des déchets, la gestion énergétique et la gestion des transports de voyageurs.

#### La gestion de l'eau (Vivendi Water)

Né du rapprochement de la Générale des Eaux et d'US Filter, Vivendi Water est n°1 mondial dans le secteur de l'eau. Ses 69.000 collaborateurs à travers le monde desservent 110 millions d'habitants. En 2000, le chiffre d'affaires de 12,8 milliards d'euros (dont 56% réalisés hors de France) représentait 48,5% de celui du groupe Vivendi Environnement.

#### La gestion de l'énergie (Dalkia)

Leader européen dans les services énergétiques, Dalkia gère plus de 250 réseaux de chauffage urbain et compte plus de 40.000 clients à travers le monde. En 2000, le chiffre d'affaires est de 3,2 milliards d'euros, soit 12,2% du chiffre d'affaires de Vivendi Environnement, et le nombre de collaborateurs s'élève à 24.000.

#### La gestion des déchets (Onyx)

Onyx, leader européen de la gestion de la propreté et présent sur tous les continents, est le seul opérateur capable de proposer ses services dans l'ensemble de la filière propreté. Elle dessert 70 millions d'habitants à travers le monde. En 2000, la société compte plus de 53.000 collaborateurs et son chiffre d'affaires s'élève à 5,2 milliards d'Euros, soit 19,9% du chiffre d'affaires de Vivendi Environnement.

#### La gestion des transport (Connex)

Premier exploitant privé européen de transport public de voyageurs, Connex est spécialiste de la gestion déléguée de service public et dessert plus de 4.000 collectivités dans le monde. Nos 37.000 collaborateurs assurent le transport de plus d'un milliard de voyageurs par an, pour un

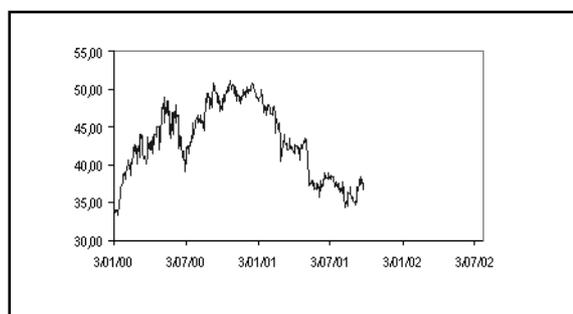
chiffre d'affaires de 3 milliards d'euros (dont plus de 70% hors de France) en 2000, soit 11,6% du chiffre d'affaires de Vivendi Environnement.

Hausse de 12,4 % à 7,5 milliards d'euros du chiffre d'affaires au 31 mars 2002 en avance sur l'objectif de l'année Croissance de l'EBIT des activités stratégiques : +10,3%

Le chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre de l'exercice 2002 progresse de 12,4% à 7,5 milliards d'euros par rapport à la période précédente (6,7 milliards d'euros) dont 6,2% de croissance interne. Hors activités non stratégiques, la croissance s'établit à 14% dont 6,6% de croissance interne. L'EBIT consolidé du trimestre atteint, en normes françaises, 481 M soit une croissance de +8,1%. Hors activités non stratégiques en cours de cession, la croissance de l'EBIT atteint 10,3%.

### Données financières

	1998	1999	2000
Res. d'exploitation	917	1476	1910
Rés. net	162	(-) 42	615
Cap. d'autofin.	1303	1694	2016



## ■ AVENTIS (AVE - Euronext Paris - Pharma-Biotech - 78.85 EUR)

### ■ Profil

Issu de la fusion en 1999 entre Rhône-Poulenc et Hoechst, Aventis s'organise autour de 4 pôles principaux:

- médicaments de prescription (66% du CA). Les principaux domaines thérapeutiques couverts par le groupe sont les maladies respiratoires et cardiovasculaires, l'oncologie, les dysfonctionnements du système nerveux, les maladies auto-immunes (diabète), infectieuses et inflammatoires (arthrite et ostéoporose) ;
- vaccins (6%). Aventis Pasteur est le 1er fournisseur mondial de vaccins ;
- protéines thérapeutiques (5%). Aventis Behring est spécialisé dans la collecte, le test, le fractionnement et la commercialisation du plasma sanguin. La société intervient dans 4 domaines : coagulation, soins d'urgence, cicatrisation des tissus et immunoglobulines ;
- santé animale. Détenu à parité avec Merck, Merial est le n° 1 mondial de la santé animale.

Le solde du CA (23%) correspond aux activités non stratégiques du groupe : Aventis CropScience (en cours de cession) et Aventis Animal Nutrition (cédé en avril 2002). La répartition géographique du CA est la suivante : Etats-Unis (37%), France (13%), Europe (15%) et autres (35%).

### ■ Données financières

	1T02	1T01	Ecart
C.A.	4352	3842	13.3 %
Marge Brute	74.3%	72.5%	1.8%
EBITDA	1012	785	29%
Résultat net	430	304	42%

- Aventis a sorti de bons résultats trimestriels avec un chiffre d'affaires en progression de 13.3% et une marge brute de 74.3% en augmentation de 1.8% dû principalement à une amélioration de son mixe-produit.

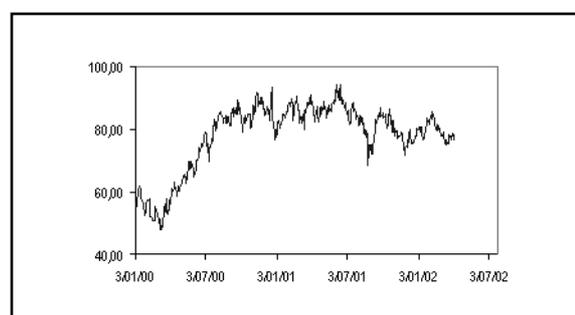
- La société a réitéré son target de croissance de bénéfice entre 25 et 30% par an pour la période 2002-2004, un niveau deux fois supérieur au secteur. Une bonne nouvelle quand la plupart des compétiteurs revoient leurs prévisions à la baisse.

	2002	2003	2004
P/E Est.	28.33	22.72	19.20

### ■ Commentaires

- La très bonne performance d'Allegra dont le comportement aux US dans le contexte d'entrée de Clarinex (30% de part de marché de nouvelles prescriptions en avril), la constante montée en puissance de Lantus, la poussée continue de Delix et la grosse surprise de Tavanic, dont les ventes du premier trimestre passent de 53 à 117 €, sont des éléments rassurants.
- La double influence du marché américain et de la concentration du portefeuille continue à dicter la tendance. Les produits stratégiques représentent désormais plus de 52% des ventes de la pharmacie de prescription tandis que l'activité aux USA est en progression de 22%.

Nous sommes à l'achat sur Aventis avec un target à 85 €.

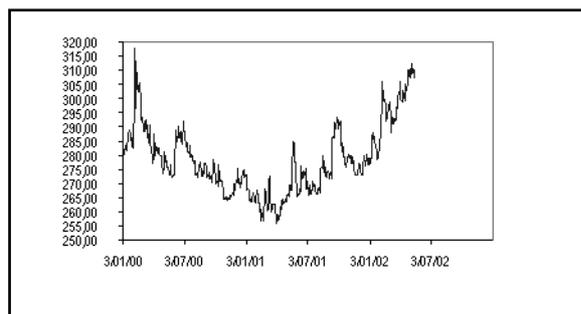


## ■ OR ET MINES D'OR

Une simple observation du graphique ci-après permet d'observer que la «valeur-refuge» par excellence a nettement repris «du poil de la bête». Deux éléments soutiennent ce redressement :

- l'inquiétude des épargnants aussi bien face aux aléas boursiers actuels que face à l'insécurité internationale (le nombre de conflits dans le monde actuellement) ou nationale (montée de l'extrême droite dans certains pays) ;
- l'inversion de la spéculation sur le dollar dont nous parlions dans notre rubrique «devises» ci-avant.

Un investissement dans ce secteur nous paraissait normal. Et nous en avons fait part dans une de nos revues précédentes.



Pour diversifier le risque du « sous-jacent » autant que de la région, nous proposons l'«open-end fund» suivant : **First Eagle SoGen Gold Fund**

### ■ Profil

The First Eagle SoGen Gold Fund's est un fonds américain qui vise la croissance en capital et pour atteindre cet objectif, il choisit des valeurs de mines, de traitement, de commerce ou de participation dans l'activité aurifère ou autres métaux précieux, tels que l'argent, le platine et le palladium, tant aux Etats-Unis que dans d'autres pays. La performance du fonds exige une réinvestissement des dividendes et bénéficie en capital. Il s'agit donc d'un fonds de capitalisation.

### ■ Comparaison sur un an

First Eagle SoGen Gold Fund	+ 37.93%
FT Gold Mines Index	+ 42.03%

### ■ Les 10 plus grandes participations

Goldcorp Inc. (Canada)	8.78%
Newmont Mining (United States)	8.65%
Harmony Gold Mining(South Africa)	8.02%
Gold Fields Ltd. (South Africa)	7.87%
Meridian Gold Inc. (Canada)	6.46%
Freeport McMoran Pfd. (United States)	5.68%
Repadre Capital Corp. (Canada)	5.28%
Industrias Peñoles, S.A.(Mexico)	5.16%
Normandy Mining Ltd. (Australia)	5.12%
Placer Dome Inc. (Canada)	5.10%

### ■ Allocations des actifs

Actions américaines	22.08%
Actions étrangères	71.77%
Obligations	3.13%
Cash ou équivalent	3.02%

### ■ Régions d'investissement

Canada	39.72%
Etats-Unis	22.08%
Afrique du Sud	20.18%
Amérique Latine	5.96%

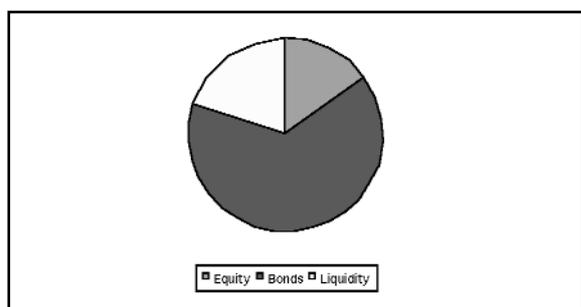
# Gestion de Fortune

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

Comme on aura pu le voir dans la revue précédente, nous avons affecté 5% de la part « actions » soit à des mines d'or soit au métal lui-même. Notre « asset allocation » n'a pas été modifiée au

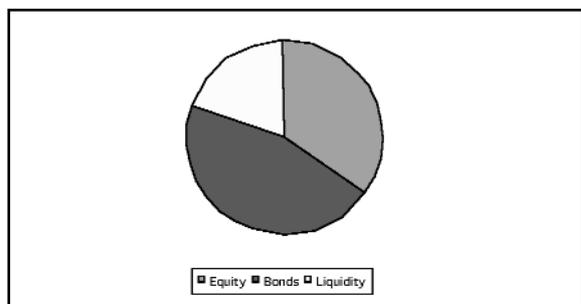
cours du mois écoulé. Nous restons cependant extrêmement prudents ; ne réalisant que partiellement les « tranches » d'investissement.

## ■ Portefeuille « défensif »



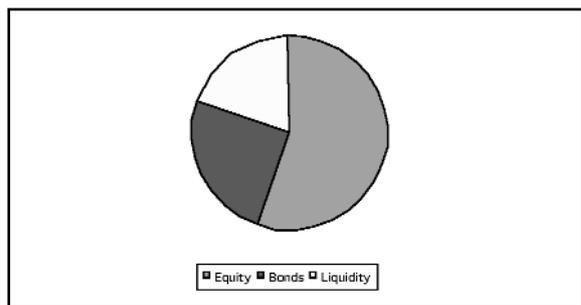
Il s'est quelque peu redressé principalement grâce à la partie plus importante en obligations dont les cours ont progressé de manière générale. Si les taux d'intérêt devaient se tendre, une prudence accrue sera nécessaire.

## ■ Portefeuille « traditionnel »



Le portefeuille a vu sa valeur se stabiliser, la progression de la part obligataire compensant le recul de la part « actions ». Devant l'instabilité des marchés actuellement, nous prévoyons d'encore renforcer la part obligataire ou liquidité des portefeuilles.

## ■ Portefeuille « agressif »



Les marchés des actions ayant encore manqué de fermeté durant la période sous rubrique, le portefeuille a plus « souffert » que ceux plus investis en obligations. Le choix des détenteurs de rester en « actions » s'avèrera probablement payant à très long terme. Le climat boursier restant sans visibilité.

# Euro-Obligations

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les performances passées ne constituent pas nécessairement une certitude quant aux performances futures du titre. Les informations et données reprises dans le tableau

ont été recueillies à partir de sources que nous jugeons fiables. Toutefois, nous ne garantissons pas leur exactitude, ni leur exhaustivité. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

## NOK

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
RABOBANK	7,5%	14/06/04	AAA	102%	6,403%
BNG	7%	03/07/06	AAA	101,95%	6,430%

## EUR

### secondaire

emetteur	taux	echéance	rating	prix indic.	rendement
BMW	5,25%	01-01/09/06	A1	101.75%	4,781%
GMAC	5,75%	14/02/01-06	A2	100.8%	5,483%
AHOLD	6.375%	30/11/00-07	BAA1	104.2%	5,464%

## NOK

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
ING BANK	6,75%	14/03/02-06	AA2	101%	6,435%
UN. BK NORWAY	7,2%	26/04/02-05	AA3	101.875%	6,482%

## USD

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
GMAC	6,5%	01-28/12/06	A2	103.5%	5,609%

# Avertissement

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

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 30 avril 2002