

# Edito

+0.08    NEXT 100 +0.61    DOWJONES 30 +0.57    EUROSTOXX 50 +1.98    NASDAQ 100 +0.41    S&P 100

Chère Madame, Cher Monsieur,

Le mois de novembre se termine sur une note mitigée. Certains indices boursiers ont encore progressé positivement, tels le DAX qui s'apprécie de 2,92 % sur le mois, le CAC40 avec une hausse de 1,53 % ou encore les indices américains avec une hausse moyenne de 1,50 %. Les dernières statistiques économiques semblent confirmer le début de la reprise américaine. Néanmoins, les marchés ne débordent pas d'enthousiasme et force est de constater que nous ne subissons des vagues importantes d'achats sur les marchés. Il semble donc bien que les investisseurs restent encore très prudents sur les marchés.

Dans ce contexte boursier plus porteur, nous pensons que certaines valeurs de qualité sont dignes d'achat pour constituer un portefeuille de moyen terme en actions. Néanmoins, nous privilégions toujours l'approche de trading par rapport à une approche de type « buy and hold » (acheter et conserver). Vous découvrirez dans la rubrique « Gestion de fortune » de votre revue mensuelle que la répartition entre actions et obligations, effectuée par notre cellule de gestion de fortune, a été modifiée afin de renforcer la position des actions dans le portefeuille. De même, plusieurs exemples de valeurs sur lesquelles la cellule de gestion de fortune effectue des opérations de trading vous y sont détaillés.

Permettez-nous de vous rappeler également la nécessité de couvrir ses opérations et ses positions, soit par l'utilisation d'ordres stop loss (limitant votre perte en cas de forte baisse du cours de bourse), soit par l'utilisation de produits dérivés. Dans ce dernier cas, notre Maison a le plaisir de vous annoncer la mise en place d'un nouveau tarif sur les opérations en produits

dérivés cotés sur Euronext Liffe (anciennement Belfox, EOE, Matif et Monep). Désormais, acheter ou vendre une option ne vous coûtera plus que 3,00 EUR par contrat et négocier un future sur ce marché vous coûtera 7,50 EUR. Cette diminution de prix, de l'ordre de 50 à 60 %, a été permise grâce à l'intégration des systèmes de liquidation mis en place par Euronext Liffe et par Clearnet. Il en résulte que Leleux Associated Brokers est désormais l'intermédiaire en produits dérivés le moins cher du marché en Belgique.

Pour les investisseurs plus conservateurs, nous vous rappelons que notre Maison reste à votre entière disposition pour trouver avec vous l'obligation d'Etat ou l'euro-obligation qui convient à votre horizon temporel et à votre profil de risque. Vous trouverez en fin de revue mensuelle notre traditionnelle sélection d'euro-obligations. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour toute information complémentaire sur le contenu de cette revue mensuelle.

En vous remerciant de la fidélité que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous présenter, au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour l'An neuf.

Pour le Conseil  
d'Administration  
**Olivier Leleux**  
Administrateur-Délégué



# Indices

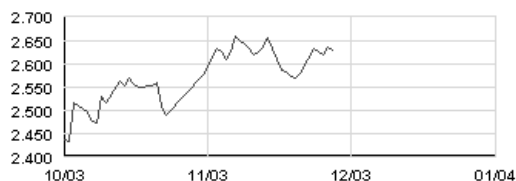
DAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	28/11/03	31/10/03	Différence sur un mois	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	332,19	330,22	0,60%	2,93%	(52,65%)
BEL 20 (Belgique)	2.168,32	2.160,67	0,35%	7,08%	(32,21%)
CAC 40 (France)	3.424,79	3.373,20	1,53%	11,78%	(50,53%)
DAX (Allemagne)	3.745,95	3.639,66	2,92%	29,50%	(50,42%)
FTSE 100 (G-B)	4.342,60	4.287,60	1,28%	10,21%	(36,12%)
HEX (Finlande)	6.341,78	6.089,04	4,15%	9,81%	(9,60%)
OMX (Suède)	614,52	617,57	(0,49%)	24,60%	(1,21%)
SMI (Suisse)	5.317,50	5.211,40	2,04%	14,83%	(1,94%)
DJ Stoxx 50	2.567,13	2.535,42	1,25%	6,61%	(4,39%)
DJII (USA)	9.782,46	9.801,12	(0,19%)	17,27%	(13,72%)
NASDAQ (USA)	1.960,26	1.932,21	1,45%	46,78%	(54,14%)
TS 300 (CAD)	7.889,71	7.772,70	1,51%	19,28%	3,21%
NIKKEI (Japon)	10.100,57	10.559,59	(4,35%)	17,74%	(45,22%)
TWSE (Taiwan)	5.771,77	6.045,12	(4,52%)	29,63%	(15,62%)
STI (Singapour)	1.714,00	1.723,71	(0,56%)	27,81%	(5,04%)
MSCI World (J-2)	975,7	964,589	1,15%	23,60%	(30,60%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	2,154%	2,161%	(0,32%)	(24,82%)	(60,91%)
Taux USD 3 mois	0,927%	0,948%	(2,22%)	(22,75%)	(85,52%)
Taux EUR 10 ans	4,465%	4,353%	2,57%	6,21%	(19,42%)
Taux JPY 10 ans	1,304%	1,469%	(11,23%)	43,45%	(33,81%)
Taux USD 10 ans	4,314%	4,301%	0,30%	13,98%	(29,88%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	1,1993	1,1598	3,41%	14,37%	0,00%
EURO en GBP	0,6965	0,6838	1,86%	6,87%	(3,89%)
USD en JPY	109,49	110,18	(0,63%)	(7,78%)	(18,75%)
Or (once en USD)	397,75	386,25	2,98%	14,28%	(0,25%)
\$/baril	28,88	27,99	3,18%	(3,70%)	(22,34%)

# Marchés

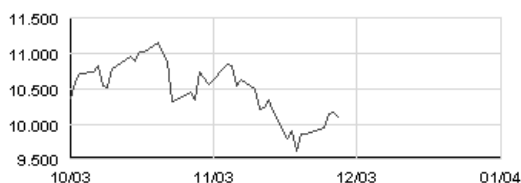
SDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ DJ Stoxx 50



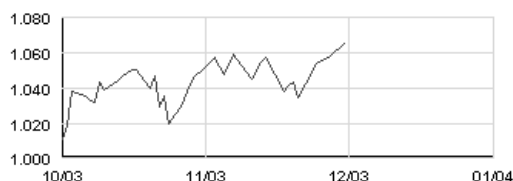
Les marchés ont poursuivi leur progression hésitante avec un nouvel accrochage le 21/11 quand le DJ Stoxx 50 a reculé à 2.525 points. Il s'est bien repris ensuite. Il clôture la période à 2.567,13 points. Les opérateurs devront s'habituer aux comportements chaotiques des marchés car ce genre d'« accidents » risque de se répéter de nombreuses fois. Et encore, actuellement, tout cela se produit dans une tendance générale haussière des marchés.

## ■ Nikkei 225



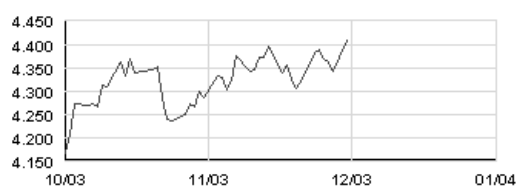
Les incidents cités dans le commentaire sur les marchés européens se répètent au Japon également, mais dans une tendance baissière cette fois. On peut espérer que le « bottom line » ait été inscrit en septembre à 9.614,60 points à l'indice Nikkei 225. Côté positif : la zone « Asie » est très prometteuse d'un point de vue économique (développement chinois et répercussions sur toute la zone). Côté négatif : les difficultés bancaires (créances douteuses) existent toujours. On restera donc prudent sur ce marché.

## ■ S & P 500



La hausse semble se poursuivre, mais ici également, avec des accros relevés dans les commentaires ci-avant : recul des ordres en biens durables en septembre (indice à 996), résultats décevants dans le secteur « pharmacie » en octobre (indice à 1.025) et attentats en Turquie (indice à 1.035). A ceci s'ajoute l'effritement continu du dollar. Et en finale, une hausse limitée du marché sur la période considérée.

## ■ FT 100

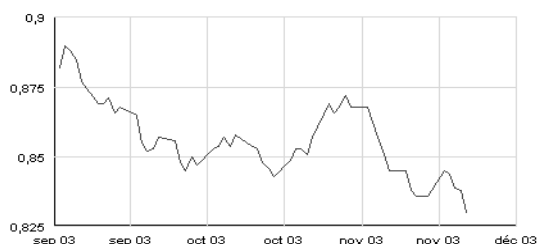


Les secousses du marché londonien sont, évidemment, aussi sensibles ici. La tendance haussière est moins forte (+ 2.44%) que celle du S&P 500 américain (+ 3.62%), mais plus forte que celle observée sur l'ensemble des marchés européens (+ 1,45% seulement). Le marché se comporte, pour l'instant, de manière positive. On mettra cela en rapport avec la fermeté de la livre sterling observée depuis mai 2003.

# Devises

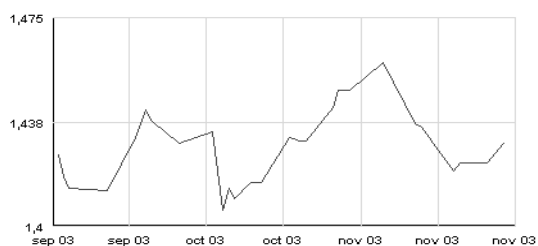
+0.08    NEXT 100 +0.61    DOWJONES 30 +0.57    EUROSTOXX 50 +1.98    NASDAQ 100 +0.41    S&P 100

## ■ Euro vs Dollar



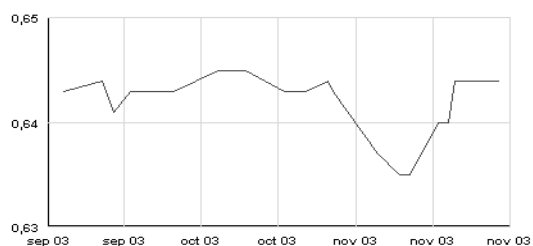
Pauvre dollar américain ! Le déficit budgétaire (69 milliards USD en octobre) et le déficit commercial pèsent lourdement sur le billet vert. A tel point qu'il vaut mieux parler de « faiblesse » de la devise américaine que de « fermeté » de la devise européenne. Le marché ne prend pas en compte les divergences de point de vue européennes sur le Pacte de Stabilité.

## ■ Euro vs Livre Sterling



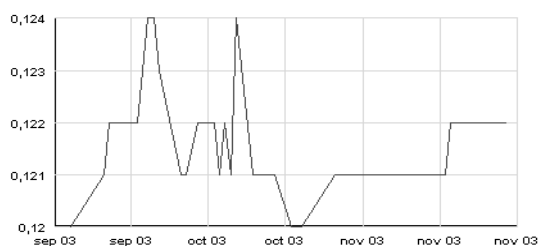
Une grande vague haussière suivie d'une grande vague baissière pour se clôturer sur un quasi statu quo (0,6958 contre 0,6992) : telle a été l'évolution de la livre sterling pendant les trois derniers mois. L'intervention de la Banque d'Angleterre qui a relevé son taux de base à 3,75% (le 6/11) va engendrer une reprise de l'Euro assez étonnante si on ne l'observe qu'au simple rapport entre les deux devises.

## ■ Euro vs Franc Suisse



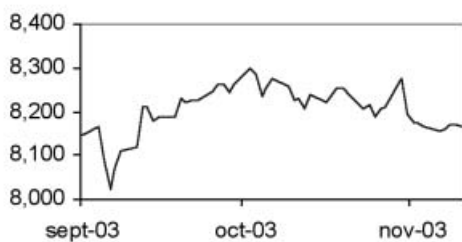
Une seule poussée durant le début du mois de novembre qui va faire passer l'Euro à 1,57 CHF, après la montée déjà observée depuis septembre, sera la seule événement marquant de ce trimestre. Mais quelle agitation du cours entre-temps !

## ■ Euro vs Couronne Norvégienne



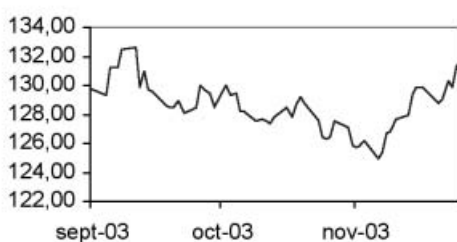
Après avoir inscrit un plus bas en janvier de cette année (7,221 NOK) et un sommet en juillet à 8,3711 NOK, l'Euro a « plongé » à 8,02 NOK en fin septembre. Ensuite, il s'est redressé pour fléchir quelque peu à nouveau depuis le 21 octobre (8,2845 NOK) On peut simplement se rappeler qu'ici le cours du baril de pétrole joue un rôle non négligeable.

## ■ Euro vs Couronne Danoise



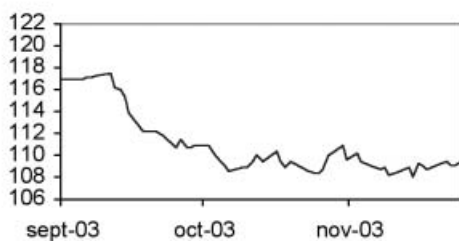
L'Euro poursuit une lente remontée face à la couronne danoise. En effet, début septembre, l'Euro valait 7,4255 DKK pour coter actuellement 7,4389. Bien sûr, ce n'est pas « énorme », mais rappelons nous qu'en juillet, le cours de l'Euro s'établissait à 7,439 DKK et que le maximum avait été atteint en février de cette année à 7,4429 DKK. Le mouvement se poursuit néanmoins invariablement.

## ■ Euro vs Yen



La dégringolade du dollar américain face au yen (-6,38%) étant similaire à celle face à l'Euro (-7,87%) sur trois mois, il est quasi normal que l'on retrouve une stabilité (+0,98%) du rapport entre les deux devises. Il s'agit, pour les deux régions, d'un combat commercial face aux marchés américains.

## ■ Dollar vs Yen



En conclusion, on retiendra la faiblesse du dollar tant vis-à-vis de l'Euro que vis-à-vis du yen. Ceci ne devrait – en aucune manière – satisfaire le Japon. D'une part, son commerce international sera largement affecté et d'autre part, la valeur des avoirs nippons en dollar (souscription de T Bonds US) se réduit à due concurrence.

# Bourses

+0.08    NEXT 100 +0.61    DOWJONES 30 +0.57    EUROSTOXX 50 +1.98    NASDAQ 100 +0.41    S&P 100

## ■ AIR FRANCE (AF - Euronext Paris) – Transport aérien - 12,70 EUR

### ■ Profil

Air France est la 1ère compagnie aérienne européenne en termes de trafic et la 3ème compagnie mondiale en termes de transport de passagers internationaux. Le groupe dessert 198 destinations dans 83 pays. La répartition du chiffre d'affaires par activité est la suivante :

- Transport de passagers (83%) : 42,9 millions de personnes transportées en 2002/03 (coefficient d'occupation de 76,2%) ;
- Transport de fret (12%) : 4e place mondiale, en termes de transport de fret international, avec un coefficient de remplissage de 65,3% ;
- Maintenance (4%) : n° 2 mondial ;
- Autres (1%) : essentiellement prestations de restauration (Servair).

Le groupe dispose d'une flotte de 381 avions (dont 360 en exploitation), répartis entre avions Air France (257) et avions de compagnies régionales (124). La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (48%), Europe et Afrique du Nord (21%), Amériques (12%), Asie (9%) et autre (10%).

En octobre 2003, Air France et KLM ont signé un accord de rapprochement par échange d'actions. L'OPE sera lancée dans la 1re quinzaine de mars. La fusion entre Air France et sa concurrente néerlandaise KLM donnera lieu à une augmentation de capital de la compagnie aérienne française réservée aux actionnaires de KLM : La proposition d'échange serait de 11 actions Air France plus 10 bons de souscription d'action Air France pour 10 actions KLM. Le calendrier de l'opération prévue s'étend jusqu'au mois d'avril de l'année prochaine, pour permettre notamment un examen du dossier par la Commission européenne.

### ■ Perspective

Trou d'air pour l'action Air France, qui a perdu 8 % en cinq séances. Une baisse due aux rumeurs d'une cession imminente par l'Etat d'une fraction de sa participation et à la déception causée par les

résultats publiés le 17 novembre. Inférieure aux prévisions des analystes, la performance d'Air France au premier semestre de l'exercice 2003-2004 a, en effet, été sanctionnée par le marché, même si la compagnie reste bénéficiaire malgré la conjoncture. Comme tout le secteur, Air France a été très affecté par la guerre en Irak, l'épidémie de Sras en Asie et la faiblesse de l'économie. D'avril à septembre, son résultat d'exploitation s'est ainsi effondré de 69 %, à 87 millions, et son chiffre d'affaires a décliné de 5,5 %, à 6,2 milliards d'euros. La direction a néanmoins confirmé son objectif d'un résultat d'exploitation, avant cessions d'avions, légèrement positif sur l'exercice.



### ■ Notre opinion

Les mesures d'économies devraient se retrouver dans les comptes des prochains trimestres. On conservera le titre pour profiter également de la reprise du trafic aérien.

### ■ Du point de vue technique...

La volatilité augmente sur le titre, comme en témoigne l'éloignement des bandes de bollinger. Plusieurs opportunités de trading existent désormais sur le titre, entre 12 EUR et 14,60 EUR.



## ■ ALLIANZ AG (ALL - Xetra) - Assurances - EUR 93,88

### ■ Profil

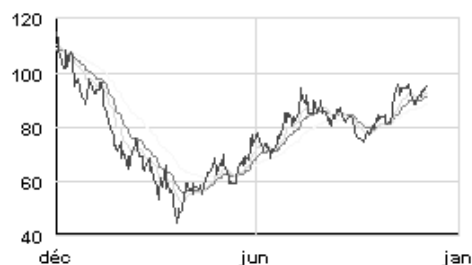
Depuis 1890, Allianz est là pour assurer tous les risques possibles et imaginables, une personne physique ou une entreprise. Toujours basé en Allemagne, à Munich, le groupe, représenté par plus de 100 filiales disséminées à travers la planète, est désormais la seconde compagnie d'assurances au monde. Ses produits couvrent l'ensemble de la gamme de l'assurance : assurance-vie, santé, biens, propriétés, vols et risques divers entre autres. Offrant également de nombreuses prestations de prévention et de gestion des risques ou des fonds d'investissements, Allianz AG est présent dans les prêts hypothécaires en financement immobilier et d'entreprise. Ayant d'ores et déjà investi le secteur de la gestion d'actifs, Allianz s'apprête de plus à ouvrir un portail Internet dédié. Elle possède de nombreuses participations dans des banques allemandes (Deutsche Bank, Bayerische Vereinsbank) ainsi que 25 % de Munich Ré, le leader mondial de la réassurance. Ces opérations répondent à une stratégie de positionnement global au niveau mondial et de complémentarité des métiers de la banque et de l'assurance. A noter aussi que le groupe a conclu au mois de novembre 2001 un accord avec Commerzbank et Deutsche Bank pour fusionner leurs activités hypothécaires sous l'ensemble baptisé Eurohypo.

### ■ Perspective

L'assureur allemand renouera avec les bénéfices dès cette année. La chose semble désormais acquise. Sur neuf mois, le groupe a déjà réalisé un bénéfice net de 421 millions d'euros et il espère comptabiliser au quatrième trimestre la vente de sa participation dans Beiersdorf. L'opération devrait lui permettre de faire ressortir une plus-value nette d'environ 2,9 milliards d'euros. La direction estime ainsi pouvoir dégager sur l'exercice « un résultat positif important ». Les analystes anticipent, pour leur part, un bénéfice proche de 3 milliards d'euros - sous réserve que la vente de Beiersdorf soit effective avant la fin de l'exercice. Pour retrouver le chemin des bénéfices, Allianz devait aussi améliorer ses performances opérationnelles. Le contrat est rempli : le ratio combiné de sa branche dommages, qui mesure le rapport entre le coût des sinistres augmenté des frais généraux et les primes encaissées, est tombé à 96,9 % fin septembre, contre 106,7 % un an plus tôt. Cela signifie que cette activité est redevenue intrinsèquement rentable. La collecte de la branche

assurance vie continue, de son côté, à progresser (+ 13,3 % sur neuf mois). En revanche, l'assureur reste englué dans le dossier Dresdner. La banque rachetée en 2001 continuera de peser sur ses comptes un peu plus longtemps que prévu. Le groupe a en effet reconnu que Dresdner n'atteindrait pas son objectif de retour à l'équilibre en 2003, mais plutôt en 2004. En attendant, la division bancaire d'Allianz affiche encore, sur neuf mois, une perte opérationnelle de 69 millions d'euros (contre 1,5 milliard un an plus tôt). L'assureur a donc renforcé son programme de restructurations et décidé de vendre ses activités de banque de détail en Europe de l'Est.

La dépendance d'Allianz à l'égard de la Bourse, qui lui a valu de passer des provisions colossales dans ses comptes jusqu'en juin 2003, s'est réduite. Désormais, les actions ne représentent plus que 16 % de ses placements, contre encore 26 % en 2001. Au cours actuel, l'action n'intègre pas pleinement les perspectives bénéficiaires du groupe, les investisseurs attendant manifestement de bonnes nouvelles sur la Dresdner pour prendre position. En outre, la pression sur le titre est alimentée par des afflux de papier. Munich Re, qui détenait 15 % dans Allianz, avait fait connaître son intention de réduire sa participation. Le 18 novembre, il a ainsi placé 7,5 millions de titres sur le marché, à 90 EUR.



### ■ Notre opinion

Le titre semble faiblement valorisé compte tenu du potentiel de redressement du groupe. On profitera de tout repli pour acheter.

### ■ Du point de vue technique...

Attention à l'envolée récente du cours qui nous donne des stochastiques très élevés. Il s'agit néanmoins d'une belle valeur de trading, bien que son cours (aux alentours de 95 EUR) limite les possibilités de fortes variations. Un trading reste néanmoins possible entre 87 EUR et 98 EUR.



## ■ BURBERRY (BRBY – LSE) – Habillement - GBP 3,83

### ■ Profil

Burberry : si délicieusement british ! Pour le monde entier, l'élégance à l'anglaise reste associée à une marque plus qu'à toute autre, Burberry et à son tartan emblématique. Créateur de la mythique gabardine, le groupe décline à destination des femmes, des hommes et des enfants un univers vestimentaire et d'accessoires dédiés, une certaine conception du luxe, d'un art de vivre anglais depuis 1856. 60 boutiques et 10 concessions ouvrent au commun des mortels de par le monde la porte à un monde d'élégance et de luxe, notion sur lequel la fameuse marque s'appuie pour valoriser son héritage depuis 1997, après avoir marqué un certain temps d'arrêt face aux nouveaux venus dans le monde si raffiné de la mode. Une renaissance !

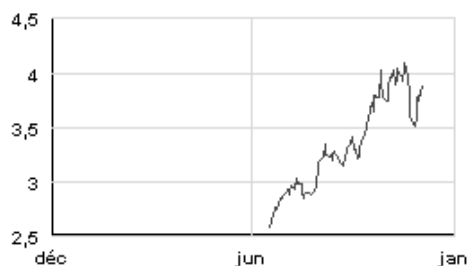
### ■ Perspective

Le succès du tartan, produit phare de Burberry, ne se dément pas depuis cinq ans et fait les affaires du groupe britannique. Au cours de cette période, Burberry a doublé ses ventes (593,6 millions de livres en 2002) et plus que triplé ses bénéfices. Au premier semestre de l'exercice qui sera clos en mars 2004, son chiffre d'affaires a grimpé de 17,4 %, à 321,3 millions de livres. Si les ouvertures de boutiques y ont aidé, la hausse de 20 %, à nombre de magasins et à taux de change constants, est belle. Mieux, le résultat net a bondi de 25,8 %, à 41,9 millions. Ces chiffres sont supérieurs aux attentes des analystes et traduisent une amélioration des marges liée à la hausse des volumes de ventes et au contrôle des coûts. La rentabilité opérationnelle avoisine 20 %, un chiffre inférieur à la marge d'Hermès ou à celle de la marque Gucci, mais déjà supérieur à celles de LVMH ou de Hugo Boss, spécialiste allemand du vêtement de haut de gamme.

Peu de maisons de luxe ont fait aussi bien en 2003. Pour autant, depuis peu le titre marque le pas, chutant à 350 pence. Il est vrai que depuis son entrée à la Bourse de Londres en juillet 2002, il a gagné plus de 50 %. Ce qui a conduit sa maison mère, le groupe britannique GUS, à placer 10 % de titres supplémentaires sur le marché au prix de 360

pence par action, portant ainsi le flottant à 33 %. A son plus haut de 411 pence, le titre avait atteint par ailleurs un niveau de valorisation un peu supérieur à la moyenne du secteur du luxe (joaillerie et prêt-à-porter de haut de gamme). Or, avec moins de 1 milliard d'euros de chiffre d'affaires, Burberry est une valeur de taille moyenne, le vrai décollage de la marque datant des années 90.

En outre, la direction se montre mesurée pour la seconde partie de l'exercice. En fait, Burberry, bien que centenaire, est une maison de luxe en devenir. Elle réalise encore la moitié de ses ventes via les grossistes et a entamé depuis peu une stratégie de reprise en direct de sa distribution. En revanche, son activité est équilibrée du point de vue des produits comme de la géographie. L'Asie et les Etats-Unis représentent déjà chacun un quart des ventes après l'Europe (51 %). De même, l'offre se répartit presque équitablement entre les vêtements pour femmes, pour hommes, et les accessoires, plus rentables.



### ■ Notre opinion

Un achat en dessous de 3,50 GBP est raisonnable. Le récent excès de faiblesse du titre a rendu sa valorisation plus raisonnable. Mais la valeur d'entreprise rapportée au résultat d'exploitation estimé pour 2003 présente une décote modérée de l'ordre de 10 % par rapport à la moyenne du secteur.



## ■ DEXIA (DEXB – Euronext Bruxelles) – Banque - 13,29 EUR

### ■ Profil

Dexia figure parmi les principaux groupes bancaires belges. Le produit net bancaire par activité se répartit comme suit :

- Financement du secteur public local (35,1% ; n° 1 mondial) : 170,7 MdsEUR d'encours gérés à fin 2002 ;
- Banque de proximité (33%) : vente de produits d'épargne et de placement, de crédits immobiliers, de crédits à la consommation, de produits d'assurance, etc. au travers de 1 411 agences. Le groupe gère 78,7 MdsEUR de dépôts et 22 MdsEUR d'encours de crédits pour le compte de 3,9 millions de clients ;
- Gestion d'actifs financiers (20%) : activités de banque privée, de gestion institutionnelle et collective, d'administration de fonds d'investissement, de conseil et de courtage actions ;
- Banque de marché (9%) ;
- Autres (2,9%).

La répartition géographique du Produit Net Bancaire (PNB) est la suivante : Belgique (43,8%), France (13,9%), Luxembourg (11,2%), autre (31,1%).

### ■ Perspective

Et de quatre. Le groupe bancaire franco-belge Dexia a annoncé, après ses trois homologues français, des performances trimestrielles assez sensiblement supérieures aux prévisions des analystes. Le bénéfice net pour la période s'inscrit ainsi en progression de 95,5 %, à 343 millions d'euros, pour un produit net bancaire (l'équivalent du chiffre d'affaires pour les banques) de 1,28 milliard d'euros, en hausse de 14,2 %. Sur neuf mois, le rendement des fonds propres (ROE) s'établit ainsi à 16,9 %, contre 16 % lors de la même période l'an dernier. Quant au bénéfice net par action, il atteint 0,95 EUR, contre 0,83 EUR. A l'origine de cette accélération, « le bond en avant de la division services financiers au secteur public », a expliqué Pierre Richard, le président de Dexia, pour qui 2003 s'annonce, dans le domaine du financement des collectivités, comme le meilleur millésime depuis la création du groupe.

Confiant sur la fin de l'année, il maintient ainsi sa prévision d'une croissance du résultat net par action de l'ordre de 5 à 10 % pour cet exercice. En 2002, celui-ci avait atteint 1,23 euro. A noter, l'arrivée d'un nouveau membre au conseil d'administration en la personne de Francis Mayer, directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, en remplacement de Philippe Bourguignon, démissionnaire.

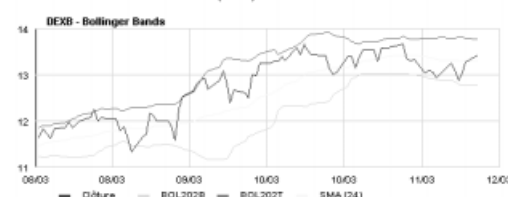
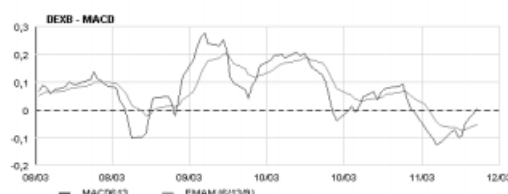


### ■ Notre opinion

Avec un multiple des bénéfices inférieur à 10 pour 2003, la banque fait partie des établissements les moins chers, alors qu'elle profite des mêmes éléments favorables. On pourra renforcer sur repli.

### ■ Du point de vue technique...

Nous sommes à la veille d'un Golden Cross à l'achat sur le MACD 6/13, suivant de près un silver cross à l'achat. Par contre, nous sommes proche de la bande haute de bollinger et les stochastiques sont déjà élevés (67,05). On attendra donc cette vague de hausse pour effectuer des entrées et sorties sur le titre entre 12,70 EUR et 13,80 EUR.



## ■ WALT DISNEY (DIS - NYSE) – Loisirs - 23,09 USD

### ■ Profil

Walt Disney Company est un groupe diversifié s'organisant autour de 4 pôles :

- Médias (38% du chiffre d'affaires) : TV (ABC Television Network et Radio Disney), câble (Disney Channel, Toon Disney, Fox Family, SoapNet, ESPN et Lifetime TV) et édition (Hyperion) ;
- Studios d'animation (26%) : Touchstone/Hollywood Pictures, Miramax, Walt Disney Pictures, Walt Disney Animation, Buena Vista Home Entertainment, etc. ;
- Parcs d'attractions et hôtels (26%). Walt Disney Company exploite 2 parcs d'attractions Disney (Floride, Californie) ainsi que des complexes de loisirs (ESPN) et hôteliers. Le groupe détient également des participations dans les parcs d'attractions français et japonais. Le groupe exploite par ailleurs 2 paquebots au sein de Disney Cruise Line ;
- Produits dérivés (10%). La commercialisation des produits dérivés (livres, vidéo, figurines, jeux, etc.) est assurée par les 700 Disney Stores et par des accords de licences.

Géographiquement, le chiffre d'affaires se répartit comme suit : Etats-Unis et Canada (82%), Europe (11%), Asie-Pacifique (5%) et autre (2%).

### ■ Perspective

Le groupe de loisirs a doublé ses bénéfices trimestriels. Il confirme les objectifs des analystes pour l'exercice à venir. Point noir: les parcs à thème font moins recette qu'espéré. Les résultats de Disney se suivent et se ressemblent, avec leur lot de bonnes et de mauvaises nouvelles. Globalement, les chiffres sont satisfaisants. Les bénéfices ont plus que doublé au quatrième trimestre de son exercice, à fin septembre, à 415 millions de dollars (20 cents par action), tandis que les ventes ont progressé de 3,5% à 7,01 milliards de dollars. Disney a donc fait légèrement mieux qu'attendu. C'est dans le détail que le bât blesse. " Les résultats sont bons, mais pas excellents", a commenté un analyste interrogé par Reuters. Du côté des bonnes nouvelles, les studios de cinéma et la branche médias (télévision et cinéma). Le résultat opérationnel de la division est passé de 75 à 205 millions de dollars, pour des ventes en hausse de 9%.

Toujours locomotive de la société, la division médias a vu son résultat d'exploitation passer de 147 millions à 298 millions de dollars, pour un

chiffre d'affaires trimestriel en hausse de 8% à 2,6 milliards. Les parcs à thème continuent en revanche à nuire aux résultats. Leur bénéfice opérationnel a ainsi reculé de 4% sur un an à 225 millions dollars. En tout sur l'exercice, les ventes ont progressé de 7% à 27 milliards de dollars, tandis que le résultat opérationnel a fait un bond de 12% à 3,17 milliards et le bénéfice net de 3% à 1,27 milliard de dollars. Pour l'exercice 2003/04, le groupe se veut optimiste. Le groupe pense ainsi atteindre les prévisions des analystes qui tablent en moyenne sur un bénéfice par action de 84 cents, en hausse par rapport aux 62 cents de l'exercice qui vient de se terminer.

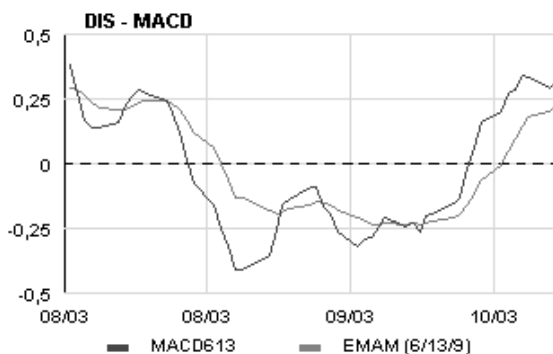


### ■ Notre opinion

Après la hausse du titre, les investisseurs prudents allégeront leurs positions.

### ■ Du point de vue technique...

Le MACD 6/13 nous donne un silver cross à l'achat, après un golden cross à l'achat. Par contre, les bandes de bollinger rétrécissent et nous approchons dangereusement de la bande haute de bollinger située à 23,53 USD. Les stochastiques approchent également de la barre fatidique des 80. On attendra donc une chute du cours aux alentours de 21,00 USD pour faire du trading sur le titre.



# Analyse technique

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

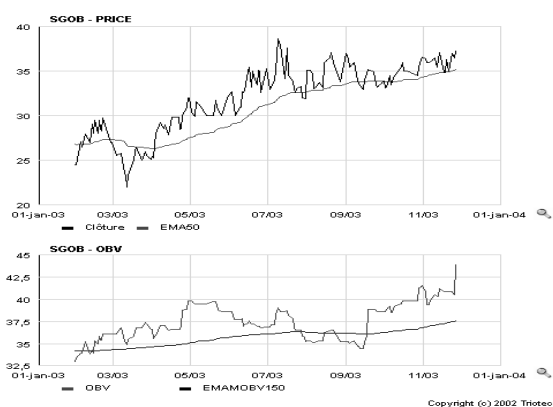
Dans notre rubrique analyse technique, nous traiterons à nouveau ce mois-ci des indicateurs de volume. Qu'apportent-ils comme information, comment les analyser ? Autant de questions qui trouveront leurs réponses dans les colonnes qui suivent.

## ■ Que ce que le On Balance Volume (OBV) ?

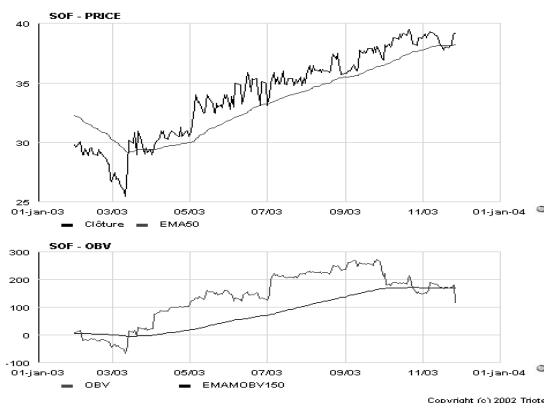
L'OBV est un indicateur de volume. L'OBV représente le total cumulé des volumes échangés. Il s'agit d'un cumul un peu particulier, puisque si les cours sont en hausse, on ajoute le volume du jour au cumul des volumes précédents, et s'ils sont en baisse, on soustrait ce volume du cumul précédent. L'OBV doit être utilisé en conjonction avec d'autres indicateurs techniques de volume.

## ■ Comment interpréter cet indicateur ?

Habituellement l'OBV et le cours suivent la même tendance. Toutefois, une divergence entre cet indicateur et le cours apparaît parfois, et signale alors une possible inversion de la tendance en vigueur. Si l'OBV atteint un nouveau pic, mais que le cours "retarde", on peut s'attendre à un mouvement de rattrapage du cours à la hausse par la suite. Si l'OBV atteint un nouveau creux, mais que le cours "retarde", on peut s'attendre à un scénario inverse.



Graphique n°1 : OBV en hausse, rattrapage du cours à venir...



Graphique n°2 : OBV en baisse, scénario baïssier attendu...

## ■ Que ce que le Price Volume Trend (PVT) ?

Le PVT est une autre variante des indicateurs de volumes basés sur le cumul des volumes échangés. Il représente également le total cumulé des volumes échangés, mais les ajouts ou retraits de volumes au cumul général dépendent de la variation des cours. Si le cours de bourse est en hausse de 5% par exemple, on ajoute 5% du volume du jour au cumul précédent, et s'il est en baisse de 5%, on soustrait 5% du volume du jour au cumul précédent.

## ■ Comment interpréter cet indicateur ?

Le PVT s'interprète exactement de la même manière que l'OBV.

## ■ En Conclusion

Tous les instruments de l'analyse technique (graphiques, indicateurs, stratégies de filtrage) sont disponibles sur notre site transactionnel Leleux On Line. N'hésitez pas à demander l'activation gratuite de ce service auprès de votre chargé de clientèle habituel. De même, vous trouverez dans la rubrique Agenda de notre revue mensuelle les dates des prochains séminaires d'analyse technique organisés par notre société de bourse. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour vous y inscrire gratuitement.

# Gestion de Fortune

+0.08    NEXT 100 +0.61    DOWJONES 30 +0.57    EUROSTOXX 50 +1.98    NASDAQ 100 +0.41    S&P 100

En ce mois de novembre 2003, la cellule de gestion de fortune de la société de bourse a modifié les pourcentages de répartition des trois grandes catégories d'actifs (Obligations, Actions à long terme, Actions à court terme) dans les portefeuilles afin de diminuer la partie obligataire au profit de la partie actions, et plus particulièrement de la partie actions à court terme. 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. Notre cellule veillera également à limiter l'importance d'un émetteur à un pourcentage raisonnable de votre portefeuille. De même, une répartition entre devises et dates d'échéance aura lieu. Finalement, un arbitrage dynamique réalisé par nos soins vous permettra de profiter des éventuelles plus-values sur vos obligations.

La partie « Actions à long terme » est gérée en privilégiant une philosophie de gestion collective. Cette partie est constituée via une sicav composée exclusivement de fonds communs de placement sélectionnés et surveillés par nos gestionnaires, et ce afin d'optimiser la diversification du risque. Vous trouverez sur la page suivante un descriptif de cette sicav, baptisée Leleux Invest Fund of Funds – World Equities.

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.

Durant le mois de novembre 2003, la cellule de gestion de fortune a procédé à la revente des positions en Havas Advertising. La position a été revendue à 4,48 EUR par rapport à un achat à 3,96 EUR, ce qui représente une plus-value de 13 % en moins de 3 semaines.

Le reste du portefeuille « actions court terme » se compose de deux positions : d'une part, des Akzo-Nobel dont le dernier cours est supérieur de 12,10 % au cours d'achat, et d'autre part, des Fortis B dont le dernier cours est supérieur de 8 % au cours d'achat.

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

# Leleux Invest Fund of Funds – World Equities

+0.08    NEXT 100 +0.61    DOWJONES 30 +0.57    EUROSTOXX 50 +1.98    NASDAQ 100 +0.41    S&P 100

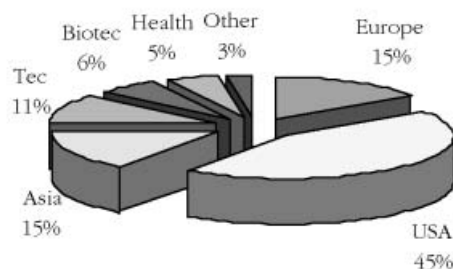
## La stratégie d'investissement de Leleux Invest

LELEUX INVEST FUND OF FUNDS-WORLD EQUITIES se présente comme un «fonds de fonds» et est **totalemment investi en actions** par le biais de fonds de placement soigneusement sélectionnés ; 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).

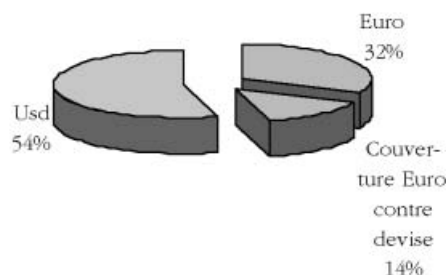
## Distribution de Leleux Invest

La sicav Leleux Invest n'est pas actuellement distribuable en Belgique.

## Allocation d'actifs prévue par région et par secteur



## Allocation d'actifs prévue par devises



## TOP 10 DES GESTIONNAIRES DE FONDS SÉLECTIONNÉS PAR LELEUX INVEST

EUROPE	JP MORGAN FLEMING SMALL CAPS
	NORDEA EUROPEAN VALUE
	ING EURO HIGH YIELD
AMÉRIQUE DU NORD	NORDEA NORTH AMERICA
	AXA ROSENBERG USA
	VANGUARD US 500 STOCK INDEX
ASIE ET EMERGENTS	FIRST STATE ASIA PACIFIC
	PANDA SICAV
	STATE STREET EMERGING MARKETS
SECTEUR	JP MORGAN FLEMING GLOBAL HEALTHTECH

# Euro-Obligations

+0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57 EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100

Aux Etats-Unis, la Banque Centrale met tout en œuvre pour provoquer une reprise économique. Cette reprise est quasiment portée à bout de bras par l'Etat Fédéral... Les stimulants sont nombreux : les mesures fiscales, la création monétaire et la baisse organisée du dollar sont les armes économiques retenues par l'administration Bush. Résultat : plus de 7 % de croissance enregistrée pour ce dernier trimestre (dont une grande part due à l'intervention du gouvernement). Si l'on ajoute à cela le prix des matières premières en hausse, les signes tangibles de reprise en Europe, une année électorale en vue aux Etats-Unis, tous

les indices se conjuguent dès lors pour soutenir les taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt ont touché leur point bas historique dans le courant du mois de juin 2003 (3,11%), leur plus bas depuis près de 20 ans. Depuis, la revalorisation des intérêts est en bonne voie (4,25%)

Dans cette logique, les investisseurs actifs devraient empocher les gains sur des obligations à longue durée et raccourcir la durée de leurs investissements sur les nouvelles obligations.

## ■ Zone Euro et Scandinavie :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Fortis Fin	4.500%	02/12/2013	100.20	4.48	A+
EUR	ING Bank	5.875%	23/02/2011	108.09	4.54	A+
EUR	Vodafone Group	4.250%	27/05/2009	100.32	4.18	A
EUR	Saint-Gobain Neder	5.000%	16/04/2010	102.50	4.54	A
NOK	Fortis Fin	5.000%	19/12/2008	101.80	4.75	A+
NOK	Volkswagen	5.000%	10/11/2008	99.79	5.05	A
DKK	EIB	5.000%	10/06/2010	104.91	4.12	AAA
DKK	Swedish Exp Credit	5.375%	15/10/2009	106.85	4.04	A+
SEK	Dexia Funding	4.750%	17/12/2010	100.75	4.62	AA
SEK	HSH Nordbank	4.500%	10/01/2008	100.45	4.38	A+

## ■ Pays producteurs de matières premières :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
AUD	Total Cap	6.250%	09/01/2009	100.878	5.96	AA
AUD	Toyota Finance	6.250%	12/12/2007	101.12	5.93	AAA
AUD	Province of Ontario	5.500%	23/04/2013	94.35	6.31	A
CAD	Toyota Credit	4.750%	29/06/2009	101.39	4.46	AAA
CAD	Province of Ontario	5.250%	30/11/2011	100.63	5.15	AA
NZD	General Electric	5.500%	29/12/2006	97.15	6.54	A+
NZD	Dexia Municipal Ag	7.000%	26/11/2007	101.92	6.44	AAA

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 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.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet [www.lelux.be](http://www.lelux.be) dans la rubrique intitulée Euro-Obligations. De même, votre chargé de clientèle habituel se fera un plaisir de vous présenter les dernières offres des marchés et vous fournira de plus amples informations sur les émissions qui vous intéressent.





**Santé, Bonheur, Prospérité.**  
**Leleux Associated Brokers vous présente**  
**ses meilleurs voeux pour l'An Neuf.**



# Agenda

DAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ Présentation des sociétés Ackermans & Van Haaren, IHC Caland, Heijmans

Date : Mardi 9 décembre 2003 à 18 heures  
Lieu : Courtrai – Doorniksesteenweg, 216

Inscription : Tom Verlinde – Tél : 02 250.12.14.

Une présentation du site Leleux On Line par nos équipes sera effectuée parallèlement à la présentation de ces sociétés.

## Avertissement

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 1<sup>er</sup> décembre 2003.

