

Edito

L'été 2004 ne restera pas seulement dans les manuels d'histoire comme l'été où les Jeux Olympiques ont eu à nouveau lieu en Grèce, à Athènes. Malheureusement, d'autres records sont désormais gravés dans l'histoire économique contemporaine, comme celui du prix du baril de pétrole, fleurant avec les 50 USD. Il est bien évidemment trop tôt pour déterminer si cette nouvelle donne économique est la conséquence d'une raréfaction de l'offre (suite notamment aux événements au Venezuela et en Iraq) ou à une augmentation de la demande (avec les importations de pétrole de la Chine de plus en plus importantes). De même, il est également trop tôt pour connaître avec précision l'impact de cette hausse soudaine du prix de l'or noir sur nos économies. Aussi, afin d'y voir plus clair, nous vous proposons dans notre rubrique « Economies » une première tentative d'analyse de la situation économique actuelle. Vous y trouverez un résumé des avis de plusieurs analystes financiers, tant sur l'Europe que sur les Etats-Unis.

Toute cette agitation aura inévitablement des impacts sur les taux d'intérêt. Notre rubrique « Euro-Obligations » vous propose une sélection des meilleures émissions du moment, ainsi que des opportunités sur le marché secondaire.

A l'heure où les marchés sont caractérisés par l'attentisme et la méfiance, et à l'approche de cette échéance que sont les élections présidentielles américaines du 2 novembre prochain, nous vous rappelons que notre Maison vous propose plusieurs solutions pour sécuriser votre portefeuille, que ce soit par le placement d'ordres Stop Loss, par l'utilisation de l'analyse technique ou encore par l'achat d'options Put. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour de plus amples informations à ce sujet.

C'est en effet dans cette disponibilité de nos équipes que nous vous proposons que réside notre valeur ajoutée. Leleux Associated Brokers est aujourd'hui une des dernières sociétés de bourse indépendantes en Belgique. Regroupant près de 22 agents de change, notre Maison vous propose en parfaite objectivité des services d'intermédiation boursière et de gestion de fortune au travers d'un réseau de 28 agences et de notre application Internet Leleux On Line. Loin de nous conforter dans nos habitudes, nous avons à cœur d'améliorer chaque jour la qualité des services et de l'accueil que nous vous proposons. Aussi, nous sommes très fiers de vous annoncer l'ouverture de deux nouvelles agences Leleux Associated Brokers, l'une située sur la côte à Knokke, l'autre en province de Liège à Grivegnée. Ces deux agences seront toutes deux gérées par des agents de change, présents sur le marché depuis de nombreuses années, et partageant notre philosophie de placement ainsi que notre volonté d'offrir un service de qualité à notre clientèle.

Notre équipe ainsi renforcée reste à votre entière disposition chaque jour de 8h à 22h pour toute information financière, que ce soit sur l'émission du dernier bon d'Etat, sur l'achat d'une euro-obligation ou encore sur l'évolution du cours d'une société cotée.

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)	323,27	-2,01% ⁽¹⁾ -4,26% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	2.534,77	+2,83% ⁽¹⁾ +12,95% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	3.619,00	-0,77% ⁽¹⁾ +1,72% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	3.820,71	-1,92% ⁽¹⁾ -3,64% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	4.429,20	+0,37% ⁽¹⁾ -1,07% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	5.412,90	-2,42% ⁽¹⁾ -1,37% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	2.620,46	-1,12% ⁽¹⁾ -1,50% ⁽²⁾
DJII (USA)	10.181,74	+0,42% ⁽¹⁾ -2,60% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	1.860,72	-1,41% ⁽¹⁾ -7,12% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	8.371,37	-1,03% ⁽¹⁾ +1,83% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	11.129,33	-1,74% ⁽¹⁾ +4,24% ⁽²⁾
MSCI World	1.026,45	-0,05% ⁽¹⁾ -0,95% ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2003

Devises

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

Les chiffres clefs des devises

USD/EUR (USA)

0,83 -0,46%⁽¹⁾ ↓
+4,14%⁽²⁾ ↑

GBP/EUR (G-B)

1,49 -1,81%⁽¹⁾ ↓
+4,73%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,75 +0,66%⁽¹⁾ ↑
+1,51%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +1,15%⁽¹⁾ ↑
+0,76%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁾

13,45 +0,00%⁽¹⁾ ↑
+0,15%⁽²⁾ ↑

CHF/EUR (Suisse)

0,65 +0,07%⁽¹⁾ ↑
+1,36%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,59 +0,09%⁽¹⁾ ↑
-2,04%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,63 +1,36%⁽¹⁾ ↑
+3,24%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,15 -0,40%⁽¹⁾ ↓
+1,85%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,22 -1,29%⁽¹⁾ ↓
+1,29%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,40 -0,39%⁽¹⁾ ↓
+5,16%⁽²⁾ ↑

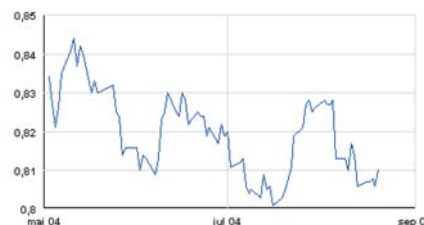
SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,81%⁽¹⁾ ↑
-1,06%⁽²⁾ ↓

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

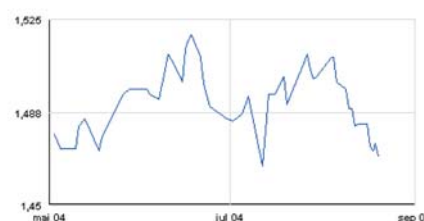
■ USD/EUR

Le Président de Federal Reserve, Alan Greenspan, ayant décidé une hausse du taux fédéral d'un quart de pourcent, on aurait pu s'attendre à ce que le dollar se renforce ou à tout le moins se maintienne. Il n'en est rien. Juste quelque sursaut dans une tendance baissière.



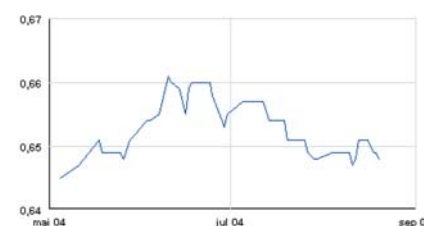
■ GBP/EUR

Le cours en fin de période correspond à peu de chose près un cours en début de période. Il ne doit y avoir que les arbitragistes en change qui s'y retrouvent car les exportateurs et importateurs doivent de se faire des cheveux blancs avec un cours de change si volatil.



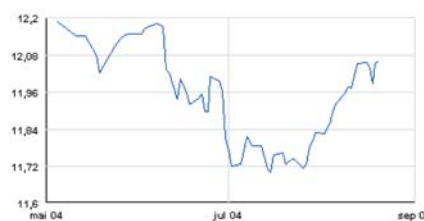
■ CHF/EUR

Un court moment de hausse du franc suisse a été suivi d'une longue période de baisse. On devra s'habituer à ce genre de situation tant qu'aucune décision n'aura été prise quant aux règles de taxation sur les revenus de l'épargne.



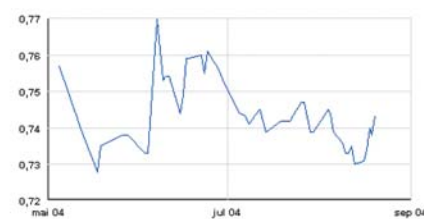
■ NOK/EUR

La Couronne a subi de plein fouet l'effet des grèves sur les plates-formes pétrolières en souffrant jusqu'à début juillet. Et puis la hausse du prix du baril est venue améliorer les rentrées. On sait que la Norvège thésaurise cette manne pétrolière dans un fonds destiné aux pensions des générations futures.



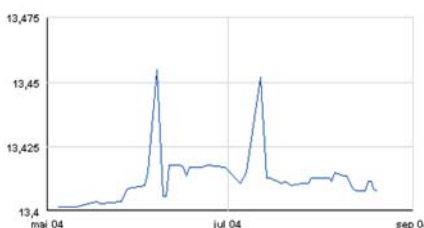
■ JPY/EUR

Quel rebond en juin ! Mais quel repli ensuite. On pense que la situation en Chine y est pour une bonne part. En effet, les gouvernants chinois doivent absolument éviter une surchauffe de leur économie Et donc le Japon, partenaire commercial de la Chine, subit les effets de cette tentative de ralentissement chinois.



■ DKK/EUR

Les accidents de cotation se poursuivent sur la couronne danoise. Mais elle maintient son trend face à la devise européenne. Le long fleuve tranquille observé précédemment s'est transformé en un léger affaiblissement face à l'Euro.



Euro-Obligations

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

Faut-il investir dans les pays d'Europe Centrale ? Quels sont les enjeux ? Quels sont les risques ? En toute logique, il convient de considérer l'Europe Centrale comme la nouvelle plateforme européenne de développement. A l'heure où toutes les industries veulent délocaliser en Chine, l'Europe a joué la carte de la proximité. Dix pays ont intégré l'Union européenne le 1er mai. Les capitaux devraient affluer dans ces régions considérées comme le nouvel atelier de production de l'Europe. De fait, beaucoup doit être fait : renouvellement de l'appareil industriel, stimulation de la demande... Dans le peloton de tête : la Pologne, la Tchéquie et la Hongrie, dont les monnaies sont très présentes sur le marché obligataire. Les pays qui aspirent à l'euro doivent satisfaire à de nombreux critères économiques et budgétaires. Sous cet angle de vue, les efforts à accomplir restent importants. Sauf accélération des réformes, la Pologne, la Hongrie et la République

tchèque ne devraient pas adopter l'euro d'ici 5 ou 6 ans.

Au niveau des valorisations et des risques, les spécialistes s'attendent à ce que la devise polonaise intègre le mécanisme des change à un taux proche du niveau actuel contre l'euro. Pour le forint hongrois, la parité pourrait être un peu plus faible que le taux actuel.

Les rendements des obligations sont plus qu'alléchants. Les risques de volatilité existent, mais il semble que le thème d'investissement soit sain et porteur. Les investisseurs les plus actifs y trouveront un complément de rendement, en veillant toutefois à conserver des proportions raisonnables.

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

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1358% +11,08 ⁽¹⁾ 
+9,58 ⁽²⁾ 

EUR (10 Ans)

4,0900% -8,20 ⁽¹⁾ 
-19,60 ⁽²⁾ 

USD (3 Mois)

1,5471% +2,41 ⁽¹⁾ 
+59,21 ⁽²⁾ 

USD (10 Ans)

4,2557% -21,53 ⁽¹⁾ 
+28,27 ⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
USD	Toyota	5,500%	18/09/2007	106,33	3,290	AAA
USD	BNG	3,750%	15/07/2013	94,200	4,560	A+
GBP	Total	5,000%	10/09/2007	99,570	5,150	AA
GBP	RWE Finance	4,625%	17/08/2010	95,630	5,500	A+
EUR	Volkswagen	4,750%	19/07/2011	101,78	4,440	A-
EUR	Fortis Lux Fin	4,750%	03/09/2014	102,01	4,500	A+
NOK	GMAC	5,500%	28/07/2009	104,15	4,530	BBB
AUD	Prov. Ontario	5,750%	02/09/2009	100,92	5,530	A+
AUD	Rheinland	4,750%	27/08/2008	96,240	5,830	AA
CAD	Fin. Quebec	5,000%	01/11/2012	101,25	4,810	A2
CAD	Eurofima	5,250%	18/07/2012	102,95	4,790	A+
NZD	Depfa Fin.	6,500%	02/09/2008	100,49	6,360	AA
NZD	National Australia Bank	7,125%	25/07/2006	100,92	6,590	AA-
HUF	KBC Ifima	10,37%	20/08/2006	101,85	9,530	NR
HUF	European Inv. Bank	9,000%	12/07/2007	98,820	9,470	AAA
PLN	Helaba	6,250%	09/06/2006	98,660	7,050	AA+
PLN	Depfa Bank	6,250%	24/02/2009	95,600	7,430	AA-

Economies

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

■ Nuages sur la reprise en Europe

Le choc pétrolier handicape déjà l'Allemagne, poids lourd du Vieux Continent. En 2003, l'Europe est passée à côté de la reprise. Sa croissance a quasi stagné tandis que celle des Etats-Unis et de l'Asie s'envolait. Cette année, le Vieux Continent devrait rectifier le tir. Les prévisionnistes tablent sur une croissance de l'ordre de 2 % mais, déjà, les nuages assombrissent l'horizon. L'Amérique n'est plus dopée à la relance budgétaire, la Chine menace d'atterrir et la synchronisation des économies, que les experts appelaient de leurs vœux, s'accompagne d'une flambée des cours du pétrole qui risque de freiner l'activité dès le deuxième semestre.

L'année 2004 a malgré tout bien démarré pour l'Union monétaire. Après avoir progressé de 0,6 % au premier trimestre, son PIB a finalement augmenté de 0,5 % au deuxième. « Si on les compare au passé, les performances de l'économie européenne sont plutôt bonnes », estime Eric Chaney, codirecteur de la recherche économique chez Morgan Stanley. Comme il y a dix ans, la reprise naît d'une politique monétaire expansionniste, après un retournement provoqué par un excès d'investissement et, comme il y a dix ans, le PIB a fait un bond d'environ 2 % en l'espace de douze mois.

Bien sûr, tous les pays ne sont pas logés à la même enseigne. Il y a les bons élèves et les retardataires. En Allemagne, poids lourd de la région, la croissance a atteint 2 % en rythme annuel au deuxième trimestre. La France a fait encore mieux, avec plus de 3 %, mais en Italie la croissance n'a pas dépassé 1,2 %. Enfin, l'activité a baissé de 0,8 % aux Pays-Bas et de 2,4 % en Grèce, d'après les données publiées par Eurostat. « Compte tenu de leur spécialisation, les différents pays de la zone euro ne bénéficient pas tous de la même manière du rebond de la demande étrangère », expliquent les économistes d'Aurel Leven. Sans surprise, l'Allemagne est le pays qui profite le plus de l'accélération des échanges : elle est spécialisée dans les biens d'équipement, secteur particulièrement sensible aux retournements de conjoncture. La France tire également son épingle du jeu. Ses exportations vers les zones les plus dynamiques (Europe de l'Est, Asie et Etats-Unis) ont progressé de 4,1 % en un an. C'est nettement moins qu'en Allemagne, où le rebond dépasse 10 %. « Cependant, l'assouplissement des 35 heures a redonné un peu d'air aux entreprises », pense Eric Chaney. En revanche, l'Italie et les Pays-Bas souffrent toujours d'un manque de compétitivité... et de croissance.

En temps normal, la reprise de l'activité en France et en Allemagne, les deux poids lourds de la zone, aurait

suffi à rassurer les experts pour les mois qui viennent. Mais voilà, de nombreux aléas pèsent sur la conjoncture internationale. L'Amérique n'est plus sous perfusion : le mauvais état des finances publiques américaines ne permet plus une baisse massive des impôts et les taux d'intérêt remontent. La Chine a commencé son atterrissage. Enfin, les cours du pétrole continuent de flamber. En fait, la seconde partie de l'année sera sans doute plus difficile pour l'économie européenne, même si les enquêtes menées dans l'industrie laissent penser que les cadences de production peuvent encore accélérer.

En France plus qu'ailleurs, la bonne performance du premier semestre sera difficile à reproduire. « La consommation de produits manufacturés a progressé de 1,8 % au deuxième trimestre. Elle a même fait un bond de 4,2 % en juin. Un tel rythme n'est pas tenable », préviennent les experts de la société de Bourse Exane. Les soldes, qui avaient poussé les Français à la dépense en juin et juillet, sont maintenant terminés, et rien ne justifie une nouvelle baisse du taux d'épargne : le taux de chômage reste stable, les finances publiques se dégradent et l'inflation accélère, du fait du renchérissement du prix du pétrole. « En Allemagne, la poussée de l'inflation a déjà un impact très négatif sur les ventes au détail », alertent les experts de HSBC CCF. Celles-ci ont reculé de 5,1 % entre juin 2003 et juin 2004. La chute est aussi forte que lors de la grande récession de 1992-1993, qui était pourtant la plus sévère depuis l'après-guerre. « En fait, même si ses exportations se sont redressées, l'économie allemande se comporte plus comme un wagon que comme une locomotive », analysent les experts d'Aurel Leven. L'économie européenne n'est donc pas en aussi bonne santé qu'on voudrait le croire. Un an à peine après le début de la reprise, la croissance pourrait bien déjà plafonner sur le Vieux Continent.

■ Accalmie sur les prix américains

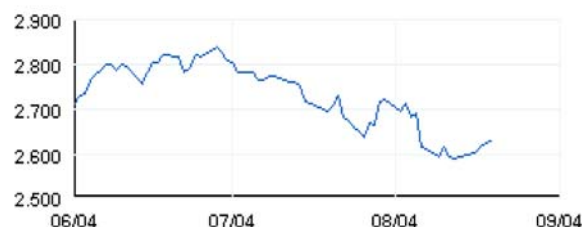
Bonne nouvelle pour les ménages américains : les prix à la consommation ont légèrement baissé en juillet (-0,1 % par rapport à juin). C'est la première fois en huit mois que la valse des étiquettes s'interrompt outre-Atlantique. Sur un an, l'inflation atteint désormais 3 %, contre 3,2 % le mois précédent. Malgré tout, Alan Greenspan, patron de la Réserve fédérale, reste vigilant. Hors énergie et produits alimentaires, l'indice des prix a continué sa progression (+0,1 %) au mois de juillet. Plus grave, les cours du pétrole continuent de flamber, en dépit des espoirs de stabilisation politique au Venezuela, et peu d'experts tablent sur un reflux du cours de l'or noir d'ici à la fin de l'année. Résultat : le prix de l'essence restera sans doute élevé, pénalisant les ménages et les entreprises.

Marchés boursiers

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

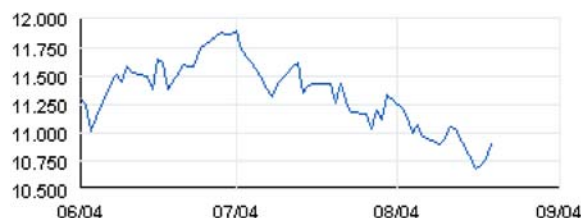
■ DJ Stoxx 50

L'hésitation des périodes précédentes s'est transformée en glissade en montagnes russes. Les tentatives de reprise ont été annulées par des craintes sur les taux d'intérêts (que va faire la BCE ?) et sur le pétrole (que va faire l'OPEP, si tant est qu'elle puisse faire quelque chose ?)



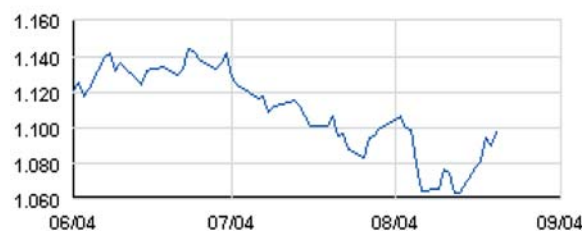
■ Nikkei 225

La reprise qui paraissait évidente durant la période précédente a disparu au profit d'un recul dès le mois de juillet. Le voisin chinois fait tout son possible pour freiner la « surchauffe » et cela doit influencer le marché japonais, la fermeté du yen entrant également comme donnée importante.



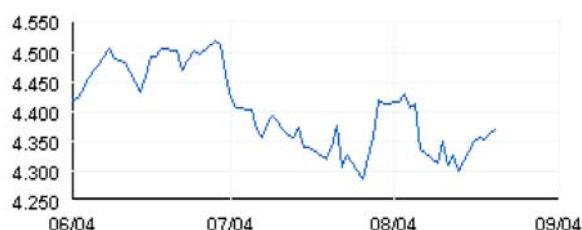
■ S & P 500

Après une longue période de recul et un rebond avorté, le marché américain fait une tentative de reprise. La hausse du prix du baril semble ignorée et les opérateurs ne voient plus que les quelques bons chiffres économiques publiés récemment : la réduction du nombre de demandeurs d'allocation de chômage, par exemple.



■ FTSE 100

En dehors du rebond de début août correspondant au rebond américain, le marché londonien s'effrite quelque peu. La hausse des taux d'intérêts et un risque de crise immobilière à Londres influencent négativement le marché.



AGENDA		prévisionnel	précédent	publication
USA	Nouvelles inscriptions au chômage	n/a	n/a	09/09
USA	Balance commerciale	n/a	- \$55.8 Md	10/09
USA	Indice des prix à la production (IPP)	n/a	4,0%	10/09
USA	Déficit budgétaire (base mensuelle)	n/a	- \$76.6 Md	13/09
USA	Taux d'utilisation de la capacité de production	n/a	77,1%	15/09
EU	Indice des prix à la production Eurozone	n/a	2,4%	02/09
EU	Décision sur les taux de la BCE	2,00%	2,00%	02/09
EU	Confiance des chefs d'entreprises allemands (prévision)	n/a	96,0	fin sep

Analyses de valeurs

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

■ ANGLO-AMERICAN (AAL - Londres) – Mines – 12,33 GBP

■ Profil

Anglo American figure parmi les leaders mondiaux de production minière et de ressources naturelles.

Son activité s'articule autour de 3 pôles :

- production minière (61,9% du CA). Anglo American est un des leaders mondiaux dans la production de platine (20,9% du CA de la branche) et d'or (15,5% ; production de 5,9 million onces d'or en 2002). Il détient également des participations significatives dans les minerais industriels (30%), les métaux de base (6%), le charbon (15,6%) et les métaux ferreux (8,3%) ;
- produits forestiers (29,9%) : fabrication de pâte à papier, papiers graphiques, papiers d'emballage, papiers cartonnés et transformés ;
- industries (8,2%) : services miniers (forage et explosifs), construction, sucre et aluminium.

Au plan géographique, le CA se ventile de la façon suivante : Afrique du Sud (16,9%), Europe (54,8%), Amériques (10,4%), autre (17,9%).

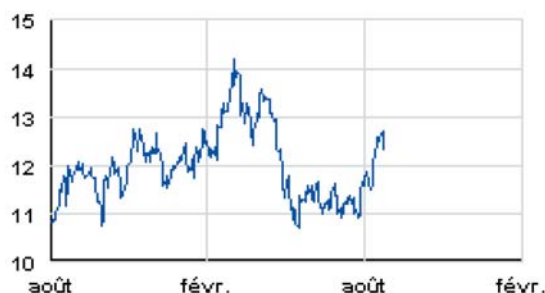
■ Perspectives

Le secteur minier avait le vent en poupe pendant la période écoulée. Dans la foulée des bénéfices record publiés par ses deux concurrents BHP Billiton et Xstrata et après avoir publié de bons résultats en début de mois, le groupe anglo-américain a pris la tête de l'indice Footsie 100. Le secteur minier est dopé par la forte demande et la hausse du prix des matières premières.

Même les dirigeants ne s'attendaient pas à une telle performance : le groupe minier Anglo American vient de publier des résultats en hausse de 52 % au premier semestre 2004, à 1,3 milliards de dollars. A l'origine de ce bond en avant, la récente progression du prix des matières premières, et particulièrement de celui des métaux de base (cuivre, nickel, zinc, etc.). Cette croissance est d'autant plus remarquable qu'elle intervient après une hausse de 17 % du rand sud-africain par rapport au dollar durant les six premiers mois de l'année. Or Anglo American comptabilise ses

ventes et ses bénéfices en dollars mais règle une grosse partie de ses coûts en rands.

L'exercice 2004 s'annonce donc sous de très bons auspices pour la firme. Son président, Tony Trahar, a d'ailleurs indiqué que le groupe dépasserait très certainement les objectifs de rentabilité avancés au début de l'année, avec une conjoncture toujours très favorable pour les matières premières grâce, principalement, à la demande chinoise mais aussi aux commandes américaines, russes et indiennes.



■ Notre opinion

Ceux qui détiennent Anglo-American en portefeuille le garderont car les perspectives sont bonnes. Par contre, si on souhaite constituer une position, il vaudrait mieux espérer un recul significatif pour prendre une position.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	15,10 GBP
Valeur Actif Net Tangible :	8,22 GBP
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,47
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	12,38
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	11,88
Endettement :	24,60 %
Prochains résultats :	25/2

■ DELHAIZE (DELB – Euronext Bruxelles) – Distribution – 45,09 EUR

■ Profil

Présent dans 10 pays, Delhaize Frère & Cie est spécialisé dans la distribution alimentaire. A fin 2002, le groupe exploitait 2 520 magasins.

L'activité s'organise autour de 4 divisions géographiques :

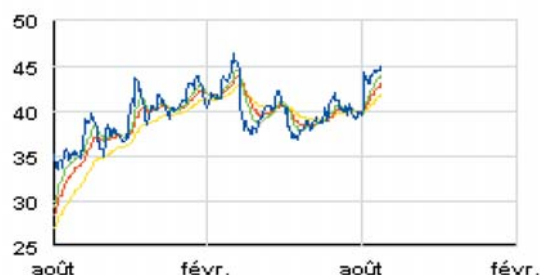
- États-Unis (76,8% du CA) : 3e distributeur américain de la côte Est avec 1485 supermarchés (enseignes Food Lion, Hannaford, Kash n'Karry) ;
- Belgique (16,5%) : 7 enseignes (Supermarchés Delhaize Le Lion, AD Delhaize, Proxy Delhaize, Delhaize City, Shop'N Go, Caddy-Home, Di et Tom & Co) totalisant 707 points de vente ;
- Europe (5,6%) : 225 points de ventes dont 103 en Grèce (Alfa-Beta et ENA, 2e distributeur alimentaire grec), 110 en République Tchèque et en Slovaquie (Delhaize et Sama) et 12 en Roumanie (Mega Image) ;
- Asie (1,1%) : 103 supermarchés dont 34 Food Lion Thailand, 34 Super Indo (Indonésie) et 33 Shop N Save (Singapour).

■ Perspectives

Depuis plusieurs trimestres, les performances très mitigées des enseignes du groupe sur le marché américain avaient légitimement suscité quelques doutes concernant la capacité de redressement de Delhaize en dépit des efforts engagés par le management. Mais les performances du second trimestre démontrent l'efficacité des chantiers mis en oeuvre tant aux Etats-Unis où le groupe enregistre un redressement marqué de sa rentabilité (+80 points de base pb) qu'en Belgique où il fait mieux que résister à la pression de Carrefour (+50 pb). En outre, le groupe poursuit la réduction de sa dette avec au premier semestre 2004 l'extériorisation d'un free cash flow de 242 millions d'euros (M€) (en amélioration par rapport aux 202 M€ dégagés au 1er semestre 2003). Au 30 juin sa dette a été ramenée à 2.880 M€ contre 3.025 M€ au 31 décembre 2003. Aux Etats-Unis, l'amélioration de la rentabilité est globalement imputable à une amélioration de la marge brute (réduction des pertes d'inventaires), à la fermeture de certains points de ventes déficitaires et à des mesures de réductions de coûts, des mesures que le groupe a seulement énumérées sans réellement les quantifier.

En Belgique, l'amélioration était encore plus surprenante alors que la base de comparaison

paraissait particulièrement élevée. Pour expliquer cette progression, le groupe met en exergue une croissance solide de ses ventes associée à un strict contrôle de ses coûts. La croissance des ventes s'est en effet élevée à 3,8 %, alors que le groupe souligne que son inflation interne a été inférieure aux indices nationaux de hausse des prix des produits alimentaires. Le management précise également avoir poursuivi sa conquête de parts de marché avec un gain plus prononcé qu'au 1er trimestre.



■ Notre opinion

Le titre bénéficie de l'amélioration de ses performances opérationnelles, de la réduction de son endettement financier et du change euro-dollar. Il est clair que ses résultats ont déjà poussé le cours à la hausse. Toutefois, si on accepte le double risque sur la consommation et sur la parité euro/dollar, le titre peut être accumulé avec patience.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	37,37 EUR
Valeur Actif Net Tangible :	- 5,06 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,20
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	21,87
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	16,84
Endettement :	37,35 %
Prochains résultats :	11/10

■ Analyse Technique

Même si les moyennes à court terme restent haussières et au-dessus du cours, il est à noter que le MACD vient de connaître une inflexion et même un silver cross à la vente. De même, les stochastiques à 8 jours sont en zone de surévaluation technique. La volatilité étant en augmentation, il sera prudent d'attendre donc un retour en-dessous de 40 EUR pour envisager un trading entre 39,95 et 45,00 EUR.

■ NESTLÉ (NESN - Zurich) – Alimentation – 297,00 CHF

■ Profil

Fondé en 1866, Nestlé est le premier groupe agroalimentaire mondial. L'activité du groupe s'articule autour de 6 pôles :

- boissons (26,2% du CA) : leader mondial du café soluble (9,3% du CA total, Nescafé), des eaux avec un portefeuille de 70 marques (8,7% du CA total, Vittel, Contrex, Perrier, San Pellegrino, Nestlé Aquarel) et des boissons chocolatées (Nesquik). Nestlé commercialise également des boissons à base de thé (Nestea) ;
- produits laitiers, nutrition et glaces (26,2%) : yaourts et crèmes desserts (Nestlé, Sveltesse, etc.), glaces (Extreme), produits énergétiques (PowerBar) ;
- plats préparés et assaisonnements (17,7%) : soupes (Maggi), sauces (Buitoni), plats surgelés (Maggi, Buitoni et Stouffer's), aides culinaires, charcuterie (Herta) ;
- chocolats, confiseries et biscuits (12,1%) : n° 1 mondial (KitKat, Smarties, Crunch, Nestlé, etc.) ;
- produits animaliers (12%) : avec l'acquisition (en décembre 2001) de Ralston Purina (1er producteur américain d'aliments pour chiens et chats), Nestlé est devenu un des leaders de ce marché avec un portefeuille de marques prestigieuses : Purina, Friskies, Felix, Pro Plan, Gourmet, etc. ;
- produits pharmaceutiques (5,8%) : ophtalmologie (n° 1 mondial, Alcon Laboratories) et dermatologie (Galderma, Innéov en partenariat avec L'Oréal).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Europe (32,2%), Amériques (32,8%), Asie (16,7%), autre (18,3%).

■ Perspectives

Décidément, les investisseurs détestent par-dessus tout être déçus. Et plus particulièrement quand il s'agit d'une valeur phare de la Bourse comme Nestlé. Malgré le maintien des perspectives annuelles, l'annonce par le géant suisse de résultats semestriels inférieurs aux attentes a entraîné une sévère correction du titre.

Au premier semestre, le leader mondial de l'agroalimentaire a réalisé un chiffre d'affaires de 42,45 milliards de francs suisses (27,65 milliards d'euros), en hausse de 2,5 %. La croissance organique telle que l'entend la société, c'est-à-dire hors effets de change et à périmètre égal mais

compte tenu des augmentations de prix, ressort à 4,6 %, soit un niveau inférieur aux 5,2 % escomptés par les analystes. De même, le résultat net (part du groupe) s'élève à 2,8 milliards de francs suisses (1,85 milliard d'euros), en hausse de 2,1 %, contre 2,9 milliards attendus. Si Nestlé estime avoir plutôt bien résisté face à la hausse des matières premières, il a souffert des conditions climatiques et de la poursuite d'une conjoncture difficile sur ses marchés en Europe de l'Ouest. L'activité dans la branche eaux, notamment, a démarré faiblement en Europe, contrastant avec les effets de la canicule de l'été 2003. Rien d'alarmant finalement pour un groupe de la taille de Nestlé, mais assez dans le contexte actuel pour pénaliser momentanément la valeur. Confiants pour leur part, les dirigeants tablent sur une « nouvelle accélération au second semestre de la croissance interne », qui était de 2,8 % pour les six premiers mois. Le lancement de nouveaux produits en Europe de l'Ouest au cours de la seconde moitié de l'année devrait, selon le groupe, aider à relancer l'activité dans cette zone. Les dirigeants restent donc optimistes quant à la réalisation d'une croissance organique de 5 à 6 % pour toute l'année.



■ Notre opinion

Le climat autour du titre actuellement doit inciter à la prudence. On s'intéressera donc à cette belle valeur avec prudence en constituant, sur des reculs, une position avec une vue à long terme.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	92,98 CHF
Valeur Actif Net Tangible :	3,21 CHF
Ratio Cours / Valeur Comptable :	3,21
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	18,46
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	17,90
Endettement :	32,92 %
Prochains résultats :	24/2

■ WAL MART (WMT – NYSE) – Distribution – 53,72 USD

■ Profil

Fondé en 1962, Wal-Mart Stores est le 1er groupe de distribution mondial. Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

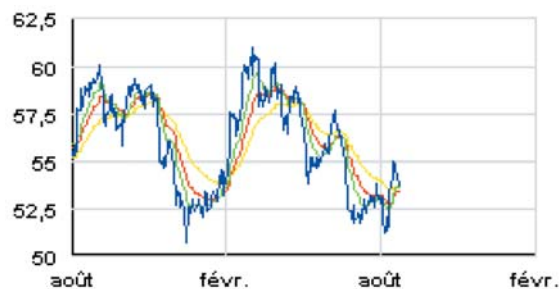
- magasins Wal-Mart (64,3%) : distribution généraliste (36 familles de produits) à prix réduits. 1 568 points de vente sous l'enseigne Wal-Mart, 1 258 Supercenters et 49 magasins de proximité ;
- Sam's Club (13%) : 525 points de vente. Sam's Club est un réseau d'entrepôts proposant des articles à prix réduits (alimentation, biens d'équipement domestiques, bijoux, etc.) accessibles aux seuls adhérents du club ;
- international (16,7%) : 1 288 points de vente dont 597 au Mexique (enseigne Cifra et Bodegas), 258 au Royaume-Uni (enseigne Asda), 213 au Canada, 94 en Allemagne, 22 au Brésil, 26 en Chine, 52 à Puerto-Rico, 11 en Argentine et 15 en Corée du Sud ;
- autre (6%).

En décembre 2003, Wal-Mart Stores a lancé son site de musique en ligne payante avec plus de 200.000 titres disponibles.

■ Perspectives

Le numéro un mondial de la distribution a profité de la publication de résultats supérieurs aux attentes du marché au deuxième trimestre (bénéfice net de USD 2,65 milliards, en hausse de 8,5 % soit 62 cents par titre, contre USD 2,44 milliards soit 56 cents un an plus tôt). Le consensus attendait 60 cents par action. Pour l'année, le groupe table sur 2,36 à 2,40 USD par action de bénéfice (contre une estimation précédente de 2.35 à 2.39 dollars). Par contre, son chiffre d'affaires, qui progresse de 11,3 % à 70,46 milliards USD contre 63,23 milliards USD est au-dessous des attentes des analystes de 70,77 milliards USD. Mais la confiance affichée par la direction concernant l'ensemble de l'exercice a rassuré les investisseurs. En présentant les résultats, Lee Scott CEO a déclaré : « Durant ce trimestre, les bénéfices ont augmenté plus fort que le chiffre d'affaires et chaque division a amélioré son rendement. Nous considérons que ceci représente une excellente performance dans un environnement difficile. » Il a précisé que ce résultat n'était pas l'effet d'une hausse des prix de vente mais bien d'un meilleur choix de produits, de plus faible prix d'achat et surtout d'une réduction des coûts. Le numéro un mondial de la distribution revoit à la baisse les perspectives de croissance de ses ventes à périmètre constant pour le mois d'août. Le groupe

table désormais sur une croissance de 0 à 2% contre 2 à 4% initialement et précise que cette révision est due au passage de l'ouragan Charley, qui a provoqué la fermeture de 75 points de vente et impacté l'activité de 200 autres.



■ Notre opinion

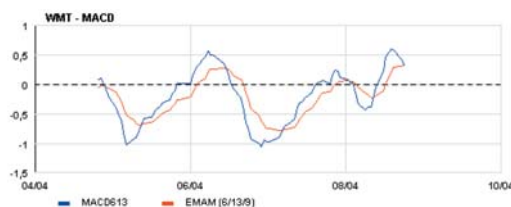
La valeur doit figurer dans tout portefeuille qui vise la performance à long terme. Mais ce n'est pas une raison pour se précipiter et ce d'autant que l'environnement boursier est des plus hésitants. On attendra dès lors un recul vers 51 USD pour constituer ou renforcer la position.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	10,11 USD
Valeur Actif Net Tangible :	7,83 USD
Ratio Cours / Valeur Comptable :	5,35
Ratio Cours / Bénéfice (PER) :	24,17
Ratio Cours / Bénéfice estimé :	22,64
Endettement :	28,70 %
Prochains résultats :	16/11

■ Analyse Technique

Les stochastiques viennent de se retourner en zone de surévaluation technique. Cette tendance à la baisse est confirmée par un MACD court terme qui effectue un Silver Cross à la vente. L'investisseur prudent attendra donc que les stochastiques reviennent en zone de sous-évaluation technique pour éventuellement tenter un trading entre 50,98 USD et 55,52 USD, à condition bien entendu que les Bandes de Bollinger restent en l'état.



Gestion de Fortune

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

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

■ Gestion défensive :

- 70 % en obligations
- 20 % en actions à long terme
- 10 % en actions à court terme

■ Gestion neutre :

- 60 % en obligations
- 25 % en actions à long terme
- 15 % en actions à court terme

■ Gestion offensive :

- 50 % en obligations
- 30 % en actions à long terme
- 20 % en actions à court terme

■ Gestion agressive :

- 40 % en obligations
- 30 % en actions à long terme
- 30 % en actions à court terme

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

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

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

long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds – World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élève aujourd'hui à 100,59 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS

	benchmark	fonds
actions	100%	94,74%
cash	0%	5,26%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR

	benchmark	fonds
Europe	30,10%	14,02%
Am. Nord	57,60%	40,98%
Pac. & Em.	12,30%	14,01%
Secteurs	-	25,74%

PROFILE DE RISQUE : portefeuille très dynamique

Risque de devise :	important
Risque de marché :	important
Degré de risque (1 à 5) :	5 (élevé)

TOP 10 des gestionnaires de fonds sélectionnés

Europe	JP Morgan Fleming Small Caps
	Nordea European Value
	ING Euro High Yield
Amérique du Nord	Nordea North America
	Axa Rosenberg USA
	Vanguard US 500 Stock Index
Asie et émergents	First State Asia Pacific
	Panda Sicav
	State Street Emerging Markets
Sectoriel	JP Morgan Fleming Global Healthtech

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés. Nous restons sur une position en Nokia prise à 12,81 EUR dans les portefeuilles offensifs et agressifs. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations sur notre service de gestion de fortune.

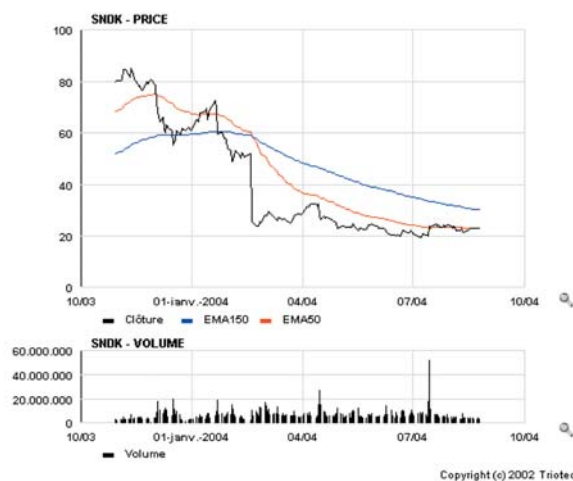
Analyse technique

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

Ce mois-ci, nous allons procéder à l'analyse technique de la valeur technologique Sandisk, en abordant un nouveau thème : le « bottom fishing ». En d'autres termes, la technique d'achat à des cours « bradés ». Alors que nous avons abordé des environnements techniques porteurs précédemment, la technique du bottom fishing est plus risquée. Elle vise à repêcher des titres qui sont mal orientés, mais en passe d'inverser la tendance.

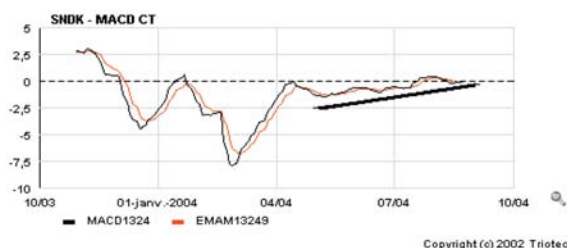
■ Moyennes Mobiles et Volume

La tendance primaire (150 jours) est encore baissière. On est encore loin d'évoluer dans un environnement technique sécurisé. Cependant, les moyennes à moyen et à court terme sont déjà en voie de stabilisation. En conséquence, il semble que l'on entre dans une phase de « digestion » technique, après une baisse de près de 5 mois. Si l'environnement technique est défavorable, il est toutefois devenu moins menaçant. Les acheteurs se repositionnent. En témoigne le pic de volumes positifs très impressionnant qui a suivi la publication de bons résultats à la mi-juillet.



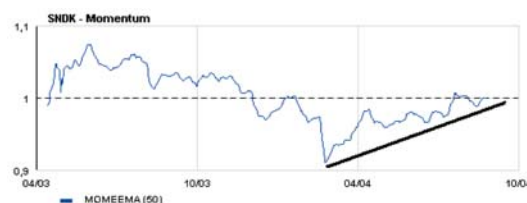
■ MACD

Le MACD à court terme a repris le chemin de la hausse. Il est intéressant de constater la divergence qui s'opère entre l'évolution du cours de bourse et celle du MACD. Alors que le cours entrait dans une phase de consolidation, les creux du cycle MACD sont successivement de plus en plus élevés. Il s'agit d'une divergence positive, augurant une inversion probable de la tendance primaire.



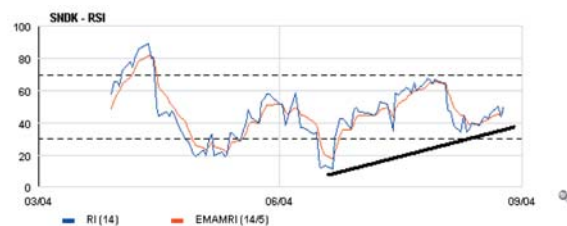
■ Momentum

Le Momentum est à nouveau en hausse, traduisant un ralentissement de la chute du cours. Il semble que l'action SANDISK attire à nouveau les investisseurs les plus actifs. Ce phénomène plaide en faveur d'une revitalisation de la tendance à court terme.



■ Relative Strength Index (RSI)

Le marché reste sous contrôle, sans euphorie ni pessimisme exagéré. Le point digne d'intérêt réside dans le fait qu'il reste une marge appréciable de hausse de cours avant de connaître une situation d'excès.



■ En Conclusion

Rien n'est acquis d'un point de vue technique pour SANDISK. Les indicateurs passés en revue confirment globalement un ralentissement de la tendance baissière. A ce jour, il est encore prématuré de parler d'inversion définitive de tendance. Mais il semble même que le marché parie quand même sur cet événement. Les divergences positives constatées, les volumes, la qualité fondamentale du titre et sa faible valorisation plaident en faveur d'une inversion. Ceci-dit, la technique du bottom fishing n'est pas conseillée aux « cardiaques ». Les phases de consolidation sont traditionnellement caractérisées par une forte volatilité et des faiblesses passagères. Faiblesses que l'investisseur attentif pourra mettre à profit pour se renforcer dans le titre.

Mardi 21 septembre à 19 h : Séminaire

"Comment sécuriser mon portefeuille boursier ?"

Lieu: Casteau - Casteau Resort Hotel
 Orateur : Olivier Leleux, Administrateur-Délégué
 Langue : Français
 Inscription : Agence de Mons-Bertaimont - Roseline Bisoux - Tel : 065/34.00.00
 Agence de Mons-Havré - Sarah Astierperret - Tel : 065/31.13.76

Mercredi 22 septembre à 19 h : Séminaire

Les avantages de l'investissement en ligne : présentation de Leleux On Line"

Lieu: Braine-l'Alleud - Golf des 7 fontaines
 Orateur : Olivier Leleux, Administrateur-Délégué
 Langue : Français
 Inscription : Agence de Waterloo - Vincent Depraet - Tel : 02/357.14.00

Mardi 28 septembre à 19 h : Séminaire

"Comment sécuriser mon portefeuille boursier ?"

Lieu: Tournai - Chateau de Cartes
 Orateur : Olivier Leleux, Administrateur-Délégué
 Langue : Français
 Inscription : Agence de Tournai - Claudine Thomassin - Tel : 069/64.69.00

Mercredi 29 septembre à 19 h : Séminaire

"Introduction générale aux produits dérivés"

Lieu: Bruxelles - Rue du Bois Sauvage, 17
 Orateur : Pierre de Thier, Derivatives Middle Officer
 Langue : Français
 Inscription : Siège de Bruxelles - Charles Monteyne - Tel : 02/250.12.12

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, 12	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT	Thonissenlaan, 20	Tél: +32 11 22 04 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– CENTRE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
– GRIVEGNÉE	Schuttersvest, 4	Tél: +32 15 43 29 99
MECHELEN	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MELSELE		
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

Internet: <http://www.leleux.be>
 E-Mail: webmaster@leleux.be

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

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

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

Responsable de la rédaction:
Olivier Leleux
 Date de rédaction:
le 26 août 2004