

Edito

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

Cher Client,

Le mois de janvier 2003 se sera finalement soldé par un repli moyen des marchés entre 3 % et 10 % par rapport à la fin du mois de décembre 2002. Il ne faut pas chercher très loin pour trouver l'explication à ce nouveau recul des places financières. Il nous paraît en effet évident que la crainte d'une action militaire en Iraq soit de nature à décourager les investisseurs et à ajouter encore de la nervosité à des marchés déprimés par le ralentissement économique dans lequel nous nous trouvons. Il faudra attendre de disposer d'apaisements sérieux sur la situation en Iraq avant de pouvoir retrouver des marchés boursiers plus favorables.

Chez Leleux Associated Brokers, nous maintenons notre opinion globale sur les marchés, ainsi que la stratégie qui en découle. Ainsi, dans l'attente de la reprise forte et définitive des marchés, nous ne pouvons que vous recommander de renforcer vos positions en obligations et de tenter de bénéficier de la volatilité des marchés en appliquant une stratégie de trading très proactive. La rubrique « Gestion de fortune » vous propose à la fin de cette revue mensuelle les pondérations respectives des quatre profils de portefeuille proposés en gestion de fortune, ainsi que les opérations effectuées durant le mois écoulé. A noter que notre rubrique « valeurs » vous présente ce mois-ci une analyse transversale du secteur des équipementiers de télécommunication.

Cette stratégie de trading s'appuie sur de nouveaux outils que Leleux Associated Brokers a mis récemment à votre disposition. Ainsi, l'analyse technique, disponible gratuitement non seulement sur notre site de transactions boursières via Internet, Leleux On Line, mais également dans chacune de nos 29 agences, vous permet de détecter les signaux techniques de hausse et de baisse sur toutes les actions cotées sur Euronext. De même, Leleux Associated Brokers vous permet, tant via Internet qu'en agences, de placer des ordres de vente Stop Loss afin de préserver votre capital face à une baisse importante des marchés.

Afin de vous présenter cette stratégie et les nouvelles applications proposées par Leleux Associated Brokers, notre Maison a mis en place un vaste plan de conférences et de séminaires, tant à Bruxelles que dans l'ensemble de nos agences. Ainsi, pas moins de six conférences ont eu lieu durant le mois de janvier, à Bruxelles, à La Louvière et à Anvers-Linkeroever. Durant ces mois de février et de mars, d'autres conférences auront lieu, notamment à Anvers-Deurne, à Soignies, à Bruges, à Liège et à Mons. Vous trouverez de plus amples informations dans la rubrique « Agenda » à la dernière page de cette revue mensuelle.

Nous avons finalement eu le plaisir durant ce mois de janvier 2003 d'ouvrir une nouvelle agence à Froidchappelle. Cette nouvelle agence renforce notre position entre la botte du Hainaut et le Namurois et nous permet ainsi d'accroître encore notre proximité auprès de notre clientèle. Ce sont désormais plus de soixante chargés de clientèle, dans près de vingt-neuf agences, qui se tiennent à votre entière disposition chaque jour de bourse, jusqu'à 22 heures grâce à notre permanence téléphonique.

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

Pour le Conseil
d'Administration
Olivier Leleux
Administrateur-Délégué



Indices

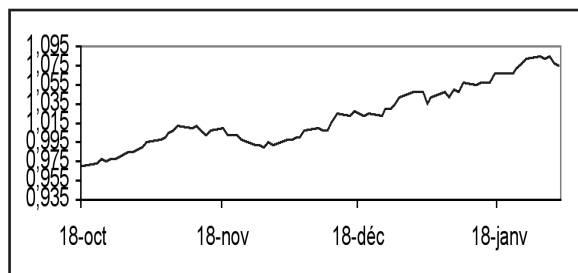
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	31/01/03	31/12/02	Différence au 30/12/02	Différence au 31/12/01	Différence au + haut
ACTIONS					
AEX 25 (Pays-Bas)	294,94	322,73	(8,61%)	(57,96%)	
BEL 20 (Belgique)	1.882,53	2.025,04	(7,04%)	(44,53%)	
CAC 40 (France)	2.937,88	3.063,91	(4,11%)	(57,56%)	
DAX (Allemagne)	2.747,83	2.892,63	(5,01%)	(65,93%)	
FTSE 100 (G-B)	3.567,40	3.940,40	(9,47%)	(48,52%)	
NASDAQ (EUR)	2.294,30	2.543,60	(9,80%)	(71,93%)	
HEX (Finlande)	5.210,25	5.775,37	(9,79%)	(66,17%)	
OMX (Suède)	477,80	493,20	(3,12%)	(62,75%)	
SMI (Suisse)	4.422,50	4.630,80	(4,50%)	(46,26%)	
DJ Stoxx 50	2.248,77	2.407,87	(6,61%)	(56,61%)	
DJII (USA)	8.053,81	8.341,63	(3,45%)	(31,30%)	
NASDAQ (USA)	1.320,91	1.335,51	(1,09%)	(73,84%)	
TS 300 (CAD)	6.569,49	6.614,54	(0,68%)	(39,12%)	
NIKKEI (Japon)	8.339,94	8.578,95	(2,79%)	(63,21%)	
TWSE (Taiwan)	5.015,16	4.452,45	12,64%	(26,68%)	
STI (Singapour)	1.291,44	1.341,03	(3,70%)	(37,60%)	
MSCI World (J-2)	762,445	789,432	(3,42%)	(47,54%)	
TAUX					
Taux EUR 3 mois	2,807%	2,865%	(2,02%)	(45,30%)	
Taux USD 3 mois	1,159%	1,200%	(3,42%)	(81,85%)	
Taux EUR 10 ans	4,046%	4,204%	(3,76%)	(23,67%)	
Taux JPY 10 ans	0,812%	0,909%	(10,67%)	(57,42%)	
Taux USD 10 ans	3,972%	3,785%	4,94%	(32,78%)	
DEVISES					
EURO en USD	1,0738	0,8828	2,40%	(9,42%)	
EURO en GBP	0,6529	0,6095	0,18%	(2,48%)	
USD en JPY	119,94	131,26	1,02%	(24,87%)	
Or (once en USD)	368,45	276,45	5,86%	6,63%	
\$/baril	31,46	20,31	4,90%	(15,41%)	

Devises

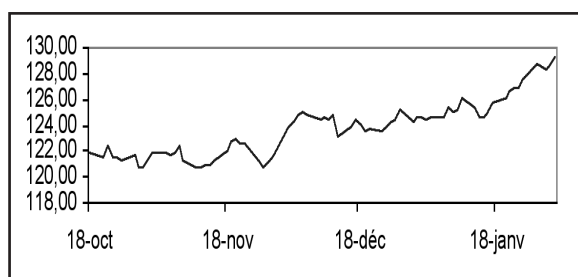
EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

■ Euro vs Dollar



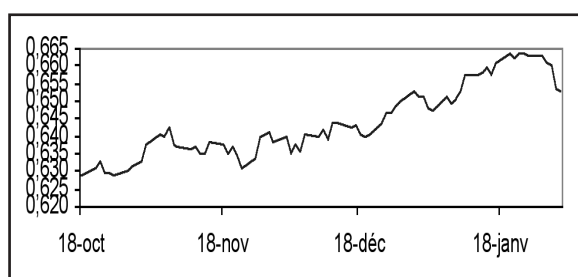
La fermeté de l'Euro, ou plus exactement la faiblesse du Dollar, se confirme encore et toujours. La parité en vigueur lors de l'introduction de l'Euro a été rattrapée. L'inquiétude provient de plus en plus d'un certain « refus » du Dollar comme moyen de paiement.

■ Euro vs Yen



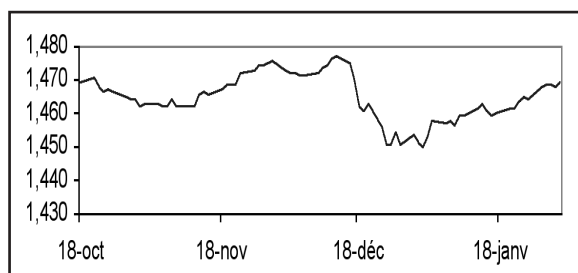
La détérioration du yen face à l'Euro s'est poursuivie durant toute la période sous revue. Si le Premier ministre Koizumi ne parvient pas à redresser la barre, il y a fort à parier qu'il perdra son poste à l'automne.

■ Euro vs Livre Sterling



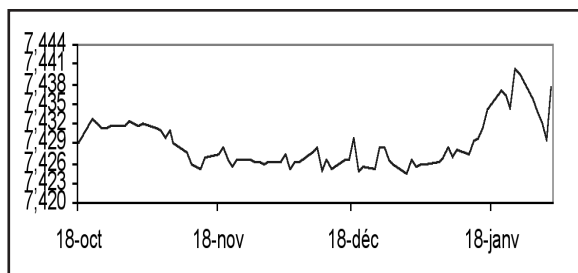
La fermeté de l'Euro face à la Livre sterling observée dans notre revue de décembre s'est entièrement confirmée. L'engagement de la Grande Bretagne aux côtés des américains en Iraq y est certainement pour une bonne part, mais les ventes dont nous parlons dans notre commentaire sur le marché londonien y jouent également un rôle important.

■ Euro vs Franc Suisse



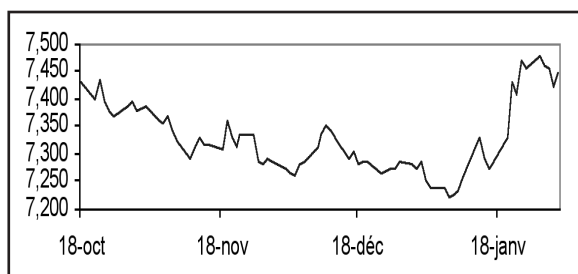
Après un accès de faiblesse durant le mois de décembre 2002, l'Euro a repris sa fermeté face à la devise helvétique. Il est à noter que les discussions sur la fiscalité de l'épargne entre l'Union Européenne et la Suisse ont bien progressé récemment.

■ Euro vs Couronne Danoise



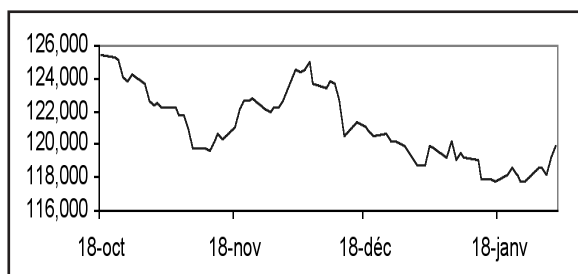
Ici encore la fermeté de l'Euro se confirme quoiqu'une légère faiblesse ait été observée en janvier 2003. La devise danoise, monnaie « pré-in », se préparerait-elle à une entrée dans le système Euro ?

■ Euro vs Couronne Norvégienne



Il n'est plus question du cours du baril de pétrole, mais bien d'une nouvelle fermeté générale de l'Euro qui semble prendre de plus en plus sa place de « devise de réserve ».

■ Dollar vs Yen



En corrolaire à ce que nous avons vu ci-avant, la faiblesse du Dollar face à la devise nippone s'observe nettement avec un très léger redressement en fin de période.

Economies

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

■ ETATS-UNIS

■ Les principales mesures du plan « Agir pour renforcer l'économie américaine »

"The American economy is strong, but it must be stronger. The President's plan is a focused effort designed to remove the obstacles standing in the way of faster growth and greater progress."
"President Bush will not be satisfied until every American who want a job can find one; until every business has a chance to grow; and until we turn our economic recovery into lasting prosperity that reaches every corner of America"¹

Le plan « Agir pour renforcer l'économie américaine », présenté par G.W. Bush le mardi 7 janvier 2003 à Chicago, vise à apporter un nouveau stimulus à l'économie américaine et, en particulier, à la consommation, principalement au travers de baisses d'impôts. Il fait suite aux plans adoptés début 2001 à la suite de l'élection de Bush à la présidence des États-Unis et aux plans adoptés immédiatement après les attentats du 11 septembre 2001. L'objectif est d'encourager la consommation et de favoriser les créations d'emplois (objectif de 2,1 millions d'emplois créés en 3 ans). Le montant de ce plan devrait s'élever à 674 milliards de Dollars, sur une durée de 10 ans. 100 milliards de Dollars devraient être engagés dès l'année 2003, à la fois par le biais de nouvelles mesures, mais également en accélérant l'application de certaines dispositions du plan adopté début 2001. Les principales mesures sont les suivantes :

■ Suppression de la double imposition des dividendes (coût évalué à 364 milliards de Dollars sur 10 ans, touchant les 35 millions de personnes qui possèdent un portefeuille boursier). Aujourd'hui, seul 40 % du dividende

avant impôt sur les sociétés est finalement versé aux actionnaires. Cette mesure, essentiellement destinée aux retraités puisque 50 % des bénéficiaires auront 65 ans et plus, permettra à ces derniers d'économiser en moyenne 936 USD par an. Le montant total économisé par les ménages grâce à cette suppression de la double imposition des dividendes devrait permettre d'injecter 20 milliards d'USD dans l'économie en 2003.

- Chèque pour l'emploi (jusqu'à 3 000 USD) pour les chômeurs de longue durée dans le but de les aider à retrouver un emploi (comprenant frais de formation, garde d'enfant, déménagement ou déplacement), avec possibilité de garder les fonds reçus («prime d'embauche») si un travail est trouvé dans les 13 semaines. Le montant des allocations versées aux États dans ce but s'élève à 3,6 milliards d'USD et devrait profiter à au moins 1,2 million d'américains. Cette mesure s'additionnera aux allocations de chômage habituelles.
- Prolongation de 5 mois de l'allocation de la durée de l'assurance chômage (touchant 750 000 personnes arrivées en fin de droit à la fin 2002), avec effet rétroactif et chèque de remboursement pour ceux arrivant en fin de droit en décembre 2002.
- Application dès 2003 des baisses de tranches d'imposition sur le revenu programmées pour 2006 et 2008, avec effet rétroactif au 1er janvier 2003. Cette mesure devrait permettre à plusieurs millions d'Américains de se trouver dans la tranche d'imposition la plus faible (10 %) dès 2003 au lieu de 2008. Dès la promulgation par le Sénat, l'application de cette mesure sera immédiate dans le prélèvement à la source de l'impact des baisses d'impôts adoptées.

¹ « L'économie américaine est forte, mais elle doit être encore plus forte. Le plan du Président est un effort destiné à supprimer les obstacles à une croissance plus rapide et à un progrès plus grand. » « Le Président ne sera satisfait que lorsque chaque Américain qui cherche un travail pourra en trouver un, lorsque chaque entreprise aura une chance de grandir et lorsque nous aurons transformé notre reprise économique en une prospérité de long terme qui atteindra chaque coin de l'Amérique »

- Réduction de la pénalité au mariage dès 2003, au lieu de 2009, comme cela était prévu dans le plan adopté en 2001 (touchant 46 millions de couples mariés) ;
- Hausse du crédit d'impôt par enfant à charge, de 600 à 1 000 USD dès 2003, au lieu de 2010 prévu dans le plan adopté en 2001 (profitant à 34 millions de familles dès 2003), ainsi que chèques émis par le Trésor en 2003 afin de soutenir la consommation.
- Hausse de la limite du montant d'investissement amortissable annuellement pour les PME à 75 000 USD contre 25 000 USD précédemment.

L'ensemble de ces mesures devraient profiter à 92 millions de contribuables en 2003, qui bénéficieront d'une baisse d'impôt moyenne de 1 083 \$.

■ Les conséquences du plan Bush

Le plan Bush est effectivement favorable à la consommation à court terme (1 % de PIB en 2003), mais doit être largement relativisé au regard des risques de hausse de taux d'intérêt qu'il induit et au fait que l'injection de pouvoir d'achat qu'il entraîne risque de se transformer davantage en épargne qu'en consommation. Par ailleurs, la baisse de l'imposition au niveau fédéral pourrait être partiellement gommée par la fiscalité locale (municipalités, états).

Les points positifs

- a) G.W Bush renforce le plan de réduction d'impôts mis en place en 2001 (1350 mds d'USD à l'horizon 2010) qui avait permis d'éviter la récession et de permettre un profil de l'économie en « v ». L'effet de relance lié au plan Bush est certain, même s'il peut être amoindri par le flux d'épargne.
- b) La consommation devrait rester soutenue en 2003 : l'effet attendu par la Maison Blanche de la suppression de l'imposition sur les dividendes est une hausse des indices actions comprise entre 10 et 20 %.
- c) L'injection de pouvoir d'achat vers les hauts revenus et les personnes de plus de 65 ans est positive puisque ce sont les couches de la population les plus consommatrices.

Les points négatifs

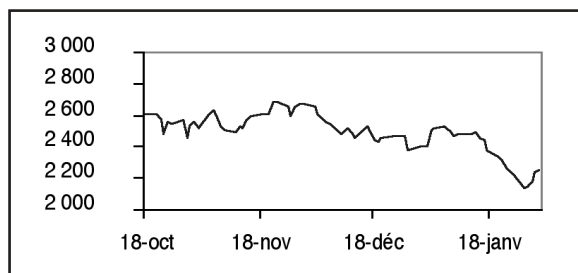
- a) Le soutien à la croissance sera limité : selon l'université du Michigan, lors des baisses d'impôts de 2001, seulement 25 % des américains ont accru leur consommation. Ce pouvoir d'achat supplémentaire a été utilisé pour épargner et pour rembourser des dettes. La hausse du taux d'épargne domestique est d'ailleurs classique en période de creusement des déficits, puisque leur financement par les capitaux étrangers est en diminution. Dans les classes sociales moins favorisées, la part des consommateurs ayant accru leurs dépenses n'est que légèrement supérieure à la moyenne nationale.
- b) Porté à 674 milliards d'USD, dont 102 milliards en 2003, soit 1 % de PIB, le plan va induire un creusement des déficits qui devrait se traduire par une remontée des rendements longs. Le déficit budgétaire représente environ 5 % du PIB, soit un niveau historiquement élevé (9 % environ au Japon, 3 % en Europe en fonction du Pacte de Stabilité et de Croissance). Le problème est crucial avec les Municipal Bonds qui sont émis par les municipalités (1800 milliards d'USD de gisement, 350 milliards d'USD d'émissions en 2002) et revêtent une importance particulière pour le financement des déficits des grandes villes américaines. Or, ces obligations bénéficient déjà de l'exemption fiscale pour les revenus perçus et l'exemption de la taxation sur les dividendes risque de faire concurrence aux « Munis », avec une double conséquence, un effet d'accélération à la hausse des taux et, en conséquence, une détérioration de la situation financière des municipalités qui risque d'entraîner une hausse de la fiscalité locale, au détriment du plan Bush.

Par ailleurs, le problème du relèvement du plafond de la dette va se poser très vite (6 400 mds \$, certainement atteint en février), avec un effet d'amplification de la volatilité sur les taux d'intérêt ; les arbitrages risquent d'être nombreux : compte tenu de la faiblesse de la rémunération nette des placements monétaires, les investisseurs vont rechercher les actions à haut rendement, d'où des arbitrages sectoriels non-motivés par des fondamentaux. Par ailleurs, la politique de distribution des entreprises risque d'être modifiée au détriment des investissements, ce qui peut être pénalisant à un moment où l'investissement est en train de prendre le relais des autres moteurs de la croissance.

Marchés

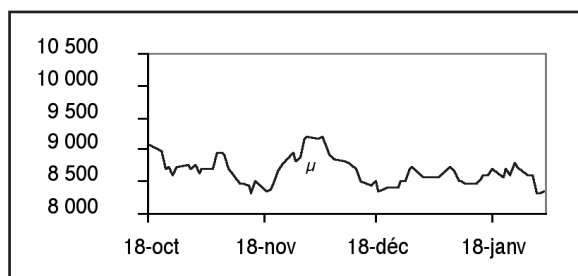
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

■ DJ Stoxx 50



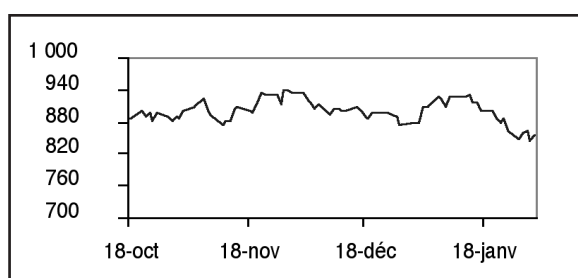
La fin d'année, qui fut consacrée à l'intervention des fonds de placement pour réaliser un « window dressing » et à des rachats de baissiers, étant passée, les marchés européens ont repris un peu de vigueur au début du mois de janvier. Mais la suite du mois fut « douloureuse », notamment à la suite des incertitudes liées à la crise irakienne. L'espoir d'une année boursière « forte » ne semble pas se confirmer.

■ Nikkei 225



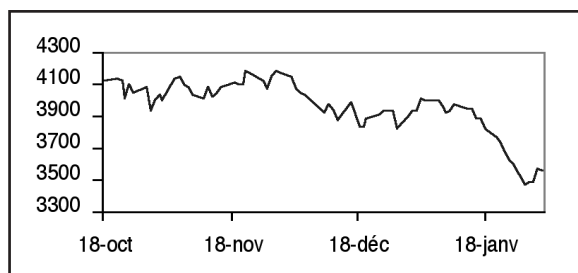
Nous pourrions encore nous poser la même question qu'en décembre 2002 : « où cela va-t-il s'arrêter ? ». Malgré des taux d'intérêts au plus bas, le marché japonais n'a pas encore trouvé son plancher. Ce recul dure maintenant depuis plus de 10 ans.

■ S & P 500



Quasiment étale sur la période sous revue, les marchés américains vivent au rythme des communiqués concernant une guerre de plus en plus certaine contre l'Irak. Les marchés qui pourraient réagir par une nette hausse, comme ils le firent lors de la 1^{ère} guerre du golfe, n'oublient pas que cette guerre fut suivie d'une sévère récession économique.

■ FT 100



Le marché londonien a souffert en janvier à cause de fortes ventes de fonds de placement, qui ont décidé de quitter provisoirement (?) le marché anglais. Les compagnies d'assurance également ne sont pas absentes de ce mouvement. En conclusion, l'incertitude plane sur l'ensemble des marchés européens au même titre que sur les marchés américains.

Bourses

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

■ EQUIPEMENTIERS TÉLÉCOMS

Pour la grande majorité des acteurs en présence, les résultats du 4ème trimestre 2002 devraient refléter un effet de période traditionnellement positif, avec des opérateurs et des entreprises qui "écluent" leurs budgets d'investissement, tandis que la vente de terminaux est dopée par les fêtes de Noël. Les résultats des grands équipementiers pourraient donc reprendre des couleurs, a fortiori chez ceux qui sont le plus en avance dans leurs plans de restructuration et/ou qui opèrent sur des segments de marché moins exposés à la poursuite de la contraction de la demande.

Car tout change et rien ne change dans le paysage : la demande mondiale en infrastructures reste déprimée et s'acheminera vers une nouvelle année de recul à deux chiffres. Le manque de visibilité reste de mise et la seule chose d'acquise pour 2003 est que les CAPEX des opérateurs vont continuer de diminuer. Même constat sur le mobile, avec l'UMTS qui constitue toujours un gros point d'interrogation, tandis que le rythme exact de la croissance du marché des terminaux reste l'une des grandes inconnues, ce qui pèse directement sur les valorisations d'entreprises comme Nokia, Motorola ou Samsung Electronics.

Depuis la fin 2002, nous avons assisté à une nette remontée des cours des grands équipementiers. Les marchés valorisent désormais les entreprises qui ont connu les plus grosses difficultés comme étant sorties de la crise. Or, la logique qui continue de prévaloir dans l'industrie est celle, peu ou prou, de la récession, tandis que les perspectives de reprise ou de stabilisation seront désormais (et une nouvelle fois) fortement dépendantes de l'état d'esprit des régulateurs, avec en filigrane un environnement peut-être plus favorable pour les investissements des compagnies régionales américaines, tandis que l'étau semble devoir se refermer sur les opérateurs mobiles européens ;

Nous maintenons, depuis le début de l'année 2003, notre recommandation « neutre » sur le secteur. Il

semble en effet difficile d'anticiper un nouveau recul de plus de 70 % de certaines valeurs, ce qui a été le cas pour Nortel, Lucent ou Alcatel sur deux années consécutives, dans un contexte où ces entreprises commencent à toucher les premiers dividendes de leurs pénibles restructurations. Seules 4 entreprises parmi les plus grands équipementiers mondiaux vont publier des résultats dans le rouge, ce dans des configurations où les derniers résultats trimestriels laissent à penser que des groupes comme Nortel ou Alcatel "s'en sortent" relativement mieux que Lucent ou Ericsson. Mais ce n'est qu'une image instantanée et la plupart des équipementiers vont retomber dans les affres d'un début d'année particulièrement atone, voire marqué par une forte contraction des ventes.

En ce sens, la qualité des résultats du 4ème trimestre 2002 ne devra pas masquer les réalités d'un secteur qui sont celles d'une industrie en crise et qui, pour certains grands noms, reste une affaire de restructurations. Pour la "*recovery*", il faudra attendre d'être plus loin dans l'année pour être véritablement fixé, même s'il est désormais entendu que les groupes encore en difficultés ne devraient pas connaître de problèmes de refinancement en 2003. Ceci met également en avant ce qui constitue encore aujourd'hui la trame de base des équipementiers, à savoir que ce sont les spécialistes des CPE (*Customer Premises Equipment*, ou terminaux dans le jargon télécom) qui s'en sortent le mieux, que cela soit Nokia ou Qualcomm dans les mobiles (avec une société américaine qui tire la majorité de ses revenus de la vente d'ASICs ou de droits de licences pour les terminaux CDMA), ou que cela soit dans le monde de l'entreprise pour Cisco. Autre enseignement: la totale refonte de la hiérarchie mondiale, avec un Cisco désormais au coude à coude avec Siemens pour le rang de numéro 2 (en matière de chiffre d'affaires réseaux et télécoms), tandis que Nortel et Lucent, ex- leaders mondiaux, naviguent désormais aux environs de la 8ème place, talonnés depuis l'année dernière par un surprenant Samsung Electronics.

■ Profil

Désengagé progressivement des activités d'industries lourdes ces dernières années, Alcatel est désormais un acteur global du secteur des équipements télécoms. Il a acquis ces dernières années une position de leader mondial dans plusieurs activités, qu'il s'agisse des équipements de transmission optique ou de l'ADSL.

- **Networking** : Cette division est la plus importante du groupe, représentant 45% du chiffre d'affaires consolidé en 2001. Elle regroupe les activités traditionnelles et donc matures, telles que la commutation de circuits (18% du parc mondial) et le routage, mais intègre aussi les activités large bande (ADSL, switch ATM, routeur IP), les activités d'infrastructure sans fil (GSM et UMTS) et les services et applications. Avec 14 millions de lignes ADSL installées à fin 2001, Alcatel est le leader mondial dans ce domaine.
- **Optique** : Alcatel est devenu, en 2001, le numéro un mondial du marché des équipements de transmission optique (terrestre et sous-marine) et la division optique a représenté 29% du chiffre d'affaires consolidé du groupe. Outre les équipements, cette division comprend les fibres optiques (n°3 mondial, avec 13% de part de marché) et l'activité de composants optiques (Alcatel O).
- **E-Business** : Représentant 14% du chiffre d'affaires consolidé du groupe, cette division regroupe les activités dédiées aux entreprises (sa filiale Genesys lui confère une position de numéro un mondial dans le domaine des logiciels pour centres de contact, avec 30% de part de marché) et les terminaux mobiles.
- **Espaces et Composants** : Avec 12% du chiffre d'affaires consolidé, la division Espace et composants regroupe l'activité satellites, tant à destination commerciale qu'institutionnelle, ainsi qu'une activité composants, notamment des batteries.

■ Résultats

Sur le 4eme trimestre 2002, Alcatel devrait afficher une croissance de ses ventes de 28 %, à € 4.48 milliards (Mds). Le résultat d'exploitation sera proche de l'équilibre après € 150 millions de

provisions sur stocks. Compte tenu de charges de restructurations estimées à € 350 millions, Alcatel devrait publier une perte nette de € 575 millions au 4eme trimestre. De plus, après l'émission d'obligations remboursables en actions du mois de décembre dernier (€ 645 millions de produits bruts), conjuguée à un cash flow d'exploitation positif, le bilan à fin 2002 devrait afficher une trésorerie nette positive, contre toute attente. S. Tchuruck, qui a présenté la nouvelle organisation du groupe dont l'objectif principal est de gommer la perte de puissance des activités optiques, a toutefois confirmé que l'exercice 2003 serait difficile, tout en réitérant l'objectif de retour à la rentabilité opérationnelle sur l'ensemble de l'exercice et sur la base d'un effectif ramené à 60.000 salariés. Sur l'exercice en cours, la direction d'Alcatel s'est engagée à contrôler l'évolution de la dette, avec toujours de gros efforts sur des cessions d'actifs qui pourront monter jusqu'à € 1 Mds. Les perspectives d'Alcatel sur son 1er trimestre 2003 devraient être identique à chaque premier trimestre de l'année calendaire traditionnellement creux pour les équipementiers. Ce phénomène sera d'autant plus marqué que le trimestre précédent aura été relativement brillant en termes de chiffre d'affaires. Une possible contraction des ventes – de +/- 18.5% -, dans un contexte de restructurations qui sont loin d'être terminées, devrait déboucher sur une perte d'exploitation pro forma de l'ordre de € 103 millions. Sur l'ensemble de l'exercice 2003, on s'attend à une poursuite de la contraction du chiffre d'affaires qui devrait être de plus de 12 %. Les prévisions de résultat d'exploitation 2003 sont de € 90 millions.

■ Notre avis

La valeur devrait toujours faire l'objet d'une assez forte volatilité. La piqûre de rappel que constituera l'annonce d'un fort recul du chiffre d'affaires au 1er trimestre 2003 est susceptible, à cet égard, d'engendrer un assez net recul du titre. On attendra une meilleure visibilité avant de s'engager à nouveau sur cette valeur. Par contre, toute hausse devrait être mise à profit pour alléger la position, si tel est le cas.

■ CISCO (CSCO – Nasdaq) – Equipementier Télécommunication – 13,37 USD

■ Profil

Fondé en 1984, Cisco est le 1er fournisseur mondial de solutions réseaux pour Internet. Le groupe propose des solutions réseau de bout en bout permettant aux clients d'intégrer leur informatique dans un réseau interne homogène et de se connecter à un autre réseau.

La répartition des ventes est la suivante :

- routeurs (34%) : outils logiciels ou matériels destinés à diriger les données à travers un réseau ;
- switchs (42%). Cisco propose des switchs de type LAN, WAN ou complexes ;
- accès à Internet (9%) ;
- services (11%) : conception et installation de réseaux, assistance technique, maintenance, etc. ;
- autres (4%) : accessoires (câbles, solutions d'accès à distance, etc.), solutions voix/vidéo/données.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Amérique (60%), Europe et Afrique (25%), Asie-Pacifique (9%) et Japon (6%).

■ Résultats

Cisco publiera ses résultats du 2eme trimestre 2003 le 4 février 2003 après la fermeture des marchés américains. Sur son 1er trimestre (l'exercice de Cisco clôture à fin juillet), Cisco avait publié un chiffre d'affaires de \$4,84 milliards (Mds), soit un chiffre équivalent à celui du trimestre précédent. L'entreprise avait publié un BPA (bénéfice par action) pro forma de \$0.14, ce en dégagant une marge brute record de 69.3 %. Lors de la présentation de ces résultats, J. Chambers s'était montré très réservé sur l'évolution du climat des affaires, prévoyant une stabilisation ou un léger recul des ventes sur le trimestre en cours. Le PDG du groupe avait, d'autre part, insisté sur la persistance, voire l'aggravation du phénomène de manque de visibilité sur les marchés de Cisco. Sur le trimestre clos fin janvier, on peut prévoir la publication d'un chiffre d'affaires en recul de 1 %, à \$4,8 Mds. N'escomptant pas un maintien de la marge brute au niveaux historiques du trimestre précédent (un

recul à 66.5 % de cette dernière, dans le bas de la fourchette prévisionnelle de 66 à 68 % annoncée par Cisco), on arrive à un BPA de \$0.13. Rappelons que le 1er trimestre de l'année calendaire est marqué par un effet saisonnier défavorable, les responsables des systèmes d'information des entreprises étant toujours en phase de négociation de leurs budgets d'investissement. La prévision de chiffre d'affaires pour le 2eme trimestre 2003 de Cisco s'avère légèrement supérieure à celle du consensus, qui table sur un chiffre plus proche de \$4,7 milliards. Cette hypothèse est maintenue, avec un sentiment renforcé par la préannonce des résultats de Foundry, un petit mais très sérieux concurrent de Cisco sur le champ de la commutation Ethernet. Sur un segment qui constitue près de 42 % du chiffre d'affaires de Cisco, Foundry a en effet annoncé une croissance plus forte qu'attendu de l'activité avec une amélioration des marges. De la même façon, le concurrent de Cisco sur le routage de cœur, Juniper Networks, a publié un chiffre d'affaires au 4eme trimestre 2002 plus élevé qu'anticipé, en pointant notamment sur une forte croissance des ventes au cours du mois de décembre. Le groupe, qui reste engagé dans un programme de rachat d'actions de près de \$8 Mds (dont \$2.9 Mds avaient déjà été utilisés à fin octobre 2002), devrait par ailleurs dégager un cash flow d'exploitation compris entre \$300 et \$400 millions sur son 2eme trimestre 2003.

■ Notre avis

Cette action surperforme le Nasdaq index 100 de 4,6%. La volatilité s'est réduite le mois dernier. Surveillez l'approche du support 13.56 , et un possible rebond à partir de ce niveau.

■ ERISSON (ERICA – Stockholm) – Equipementier Télécommunication – 7,25 SEK

■ Profil

Présent dans plus de 130 pays, Ericsson est un fabricant de premier plan mondial en matière d'équipements pour télécommunications. Avec plus de 80 millions de clients, le groupe fait partie des 3 premiers fournisseurs mondiaux de téléphones mobiles.

Ericsson organise ses activités principalement autour de 2 pôles :

- réseaux et systèmes de réception (81% du chiffre d'affaires - CA) : 1er fournisseur au monde de systèmes mobiles (82% du CA de la division) ;
- téléphones portables (10%) : 2e fabricant mondial ;
- le solde du CA est réalisé notamment dans la fabrication de câbles et composants électroniques (activité cédée en juin 2002).

Le groupe exploite également son savoir-faire dans d'autres secteurs d'activité, en développant des partenariats de Recherche & Développement avec des grands groupes (Hewlett Packard, Microsoft, IBM, Intel, etc.). La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Europe Occidentale (31%), Asie-Pacifique (25%), Amérique Latine (15%), Amérique du Nord (14%), autre (15%).

■ Résultats

Les résultats du 4eme trimestre 2002 seront largement pollués par les éléments exceptionnels liés aux travaux de restructuration en cours, mais également par des reliquats de provisions sur créances douteuses. De plus, Ericsson a décidé de changer une nouvelle fois ses méthodes de comptabilisation des frais de Recherche et Développement (R&D). Depuis janvier 2002, le groupe s'était conformé aux normes comptables suédoises imposant la capitalisation des frais de R&D. Toutefois, le groupe continuait de publier des résultats pro forma afin de gommer les effets d'un tel mode de comptabilisation en reprenant les principes de l'US GAAP, qui autorisent la prise en compte de la capitalisation de la R&D sur des bases historiques. A partir du dernier trimestre 2002, Ericsson ne publiera plus de tels comptes pro forma, avec un effet positif sur l'EBIT publié. Ericsson sera attendu sur le front des réductions de coûts et de

l'évolution des cash flows. L'évolution du carnet de commandes constituera également un indicateur clef alors que la contraction du marché des infrastructures mobiles devrait avoir une incidence négative pour la division Mobile Systems d'Ericsson. Sur ce trimestre, un chiffre d'affaires légèrement inférieur à SEK 36.8 milliards (Mds) est attendu ainsi qu'une perte d'exploitation de SEK 1.6 Mds (ajustée des frais de restructuration mais intégrant une provision de SEK 675 millions sur créances douteuses dans la division Systems). Une croissance de 10 % des ventes de la division Systems, à SEK 33.7 Mds est espérée. Cette dernière division devrait afficher une marge d'EBIT de 0.5 % en incluant les provisions évoquées plus haut, et donc de 2.5 % hors provisions. On attend, en revanche, la poursuite des pertes dans la division « Other Operations », avec une marge d'exploitation passant de -20.1 % au 3e trimestre 2002 à -15 % au 4eme.

Chez Sony Ericsson, on prévoit une résurgence de fortes pertes, avec un impact négatif de SEK 590 millions sur l'EBIT du groupe. A noter qu'Ericsson s'est engagé à participer au refinancement de sa « joint venture » (JV) avec Sony, avec un versement d'au moins SEK 1.5 Mds dès le 1er trimestre de cette année. Compte tenu de l'effet négatif de la partie en cash des charges de restructuration (environ SEK1.9 Md sur un total de frais de restructuration estimé à SEK 4Mds sur le trimestre écoulé), mais également de la reprise, dans les comptes du groupe, du crédit fournisseur de MobilCom qui avait été titrisé (effet négatif de SEK 3.8 Mds), Ericsson devrait publier un cash flow d'exploitation après CAPEX négatif d'au moins SEK 3.3 Mds. En excluant ces charges, le groupe devrait afficher un cash flow d'environ SEK 2.5 Mds au 4eme trimestre 2002, contre SEK 700 millions au trimestre précédent.

■ Notre avis

Nous estimons que le cours actuel reflète encore un scénario trop optimiste en 2003. On évitera autant que possible cette valeur actuellement.

■ NOKIA (NOK1V – Helsinki) – Equipementier Télécommunication – 13,22 EUR

■ Profil

Présent dans 130 pays, Nokia figure parmi les 1ers groupes de télécommunications mondiaux. Le groupe s'organise autour de 2 pôles principaux :

- téléphonie mobile (72% du chiffre d'affaires) : 1er producteur mondial de téléphones mobiles (près de 128,4 millions de téléphones vendus en 2000) ;
- réseaux (25%) : développement et installation de réseaux et d'équipements de télécommunication.

Nokia est le 2e fournisseur mondial de réseaux GSM/DCS et le 1er fournisseur européen. Le groupe développe également des solutions liées à l'Internet mobile destinés aux opérateurs de télécommunications et aux ISP. Nokia intervient également dans le développement de nouveaux appareils multimédia (3% du CA). Le groupe dispose à cet effet de plus de 50 centres de Recherche & Développement. Au plan géographique, le chiffre d'affaires se répartit comme suit : Europe (52%), Amériques (25%) et Asie-Pacifique (23%).

■ Résultats

Nokia a révisé à la baisse ses précédentes prévisions de chiffre d'affaires trimestriel. Selon les nouvelles prévisions du groupe, l'activité devrait s'établir entre € 8.8 et € 9.0 milliards (Mds), contre une estimation précédente comprise entre € 8.9 et € 9.2 Mds. Le bénéfice par action (BPA) prévisionnel devrait en revanche ressortir en ligne avec les attentes précédentes du groupe, à savoir un BPA pro forma compris entre € 0.23 et € 0.25, portant le total sur l'année à € 0.79 - € 0.81. Le mois dernier, la direction du groupe s'estimait "confortable" avec cette projection de BPA, de sorte que la publication des résultats ne devrait pas être de nature à décevoir les marchés. Ces derniers seront par contre totalement focalisés sur les perspectives court et moyen terme de Nokia. Chez Nokia Mobile Phones (78 % des ventes au 3eme trimestre 2002), on prévoit un chiffre d'affaires de € 6.8 Mds, en croissance de 2 % par rapport au 4eme trimestre 2001. Cette faible croissance s'explique par la poursuite du recul du prix moyen des unités

vendues (ASP). La demande semble en fait s'être s'orientée vers les segments d'entrée de gamme (écrans monochromes, notamment), expliquant ce recul du prix moyen des terminaux vendus au cours du trimestre écoulé. Nokia estime toutefois que sa part de marché devrait être supérieure à celle du 3eme trimestre 2002, à l'exception du marché nord-américain, en maintenant son estimation d'un marché mondial de 400 millions d'unités en 2002.

Chez Nokia Networks, la croissance annuelle du chiffre d'affaires sera inférieure au précédent objectif de +2 à +5 %, le directeur financier arguant d'un mix moins favorable qu'initialement escompté. On s'attend à un chiffre d'affaires de € 1.98 Mds, dont environ 20 % auront été réalisés via la vente d'infrastructures UMTS. Autrement dit, les ventes d'infrastructures GSM du groupe devraient donc afficher un recul à peu près équivalent à 20 % sur les douze derniers mois.

Les difficultés présentes de Nokia (et de ses concurrents, à l'exception d'Alcatel et de Siemens) sur le segment des infrastructures mobiles sont d'autant plus apparentes que la marge d'exploitation de l'entreprise sur ce segment continue de décliner. Cette dernière devrait s'établir à un niveau proche de zéro, contre 5.2 % au 3eme trimestre 2002 et 11.6 % au 2eme trimestre 2002. Nokia devrait s'adapter à cette conjoncture difficile en continuant son travail de restructuration de la division Networks. Le directeur financier a d'autre part laissé entendre qu'il fallait tableer sur une forte progression de la marge brute sur le trimestre en cours, ainsi que sur le maintien des cash flows à de très hauts niveaux.

■ Notre avis

L'action sous-performe les indices de quelques 7% et sa volatilité s'est accrue le mois dernier. Tout rally de prix au-dessus d'environ € 15 peut être considéré comme une résistance. On pourra donc se renforcer si ce niveau est atteint et confirmé, avec un objectif de € 21.

■ QUALCOM (QCOM – NASDAQ) – Equipementier Télécommunication – 37,66 USD

■ Profil

Fondé en 1985, Qualcomm est l'un des principaux équipementiers de communications mobiles au monde.

Le groupe est organisé en 5 divisions :

- technologie CDMA (Code Division Multiple Access) (50,9% du chiffre d'affaires): logiciels et systèmes de puces intégrés CDMA ;
- technologie numérique (29,2%) : notamment logiciels d'applications pour cinéma numérique, appareils sécurisés à destination des gouvernements, etc. ;
- systèmes de communication sans fil pour professionnels (15,2%) : essentiellement à destination du secteur des transports ;
- Internet mobile ;
- systèmes de communications par satellite.

Ces 2 dernières activités représentent 4,7% du chiffre d'affaires. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (35,2% du CA), Corée du Sud (35%), autres (29,9%).

■ Résultats

Le groupe de San Diego a publié un « update » sur ses résultats trimestriels le 22 décembre dernier. Ce dernier révisait à la hausse les précédentes estimations de résultats de l'entreprise. Qualcomm prévoyait au mois dernier la livraison de 28 millions de composants MSM sur le trimestre clos fin décembre, soit une croissance de 87 % sur 12 mois. De ce total, Qualcomm estime à 80 % les composants destinés à la nouvelle génération de terminaux CDMA2000 1X.

En conséquence, le bénéfice par action (BPA) de Qualcomm sur le 1er trimestre de son exercice 2003 devrait ressortir à \$ 0.38 selon les données du consensus, en hausse de 7 cents par rapport au trimestre précédent et de \$ 0.14 sur 12 mois. Le chiffre d'affaires du trimestre écoulé est attendu à un peu plus de \$1.01 milliards (Mds). Le groupe a également révisé à la hausse ses prévisions sur le trimestre en cours lors de son update de décembre dernier. Qualcomm prévoit désormais la livraison de jeux de composants

CDMA dans la fourchette des 24 – 27 millions sur le trimestre clos fin mars, contre une précédente prévision de 20 millions d'unités. L'entreprise n'est pas vraiment attendue sur une éventuelle révision de ses prévisions de résultats 2eme trimestre 2003 et, de fait, les marchés sont enclins à penser qu'une éventuelle et nouvelle révision à la hausse est raisonnablement envisageable. En revanche, un scepticisme grandissant se fait jour sur les perspectives du second semestre de l'exercice en cours, de par la dépendance de Qualcomm vis-à-vis des marchés émergents, et notamment de la Chine et de l'Inde qui restent des zones de forte incertitude. L'entreprise est également attendue sur le front des perspectives dans le WCDMA (UMTS), avec un décollage très lent de NTT DoCoMo au Japon et le décalage dans le temps des investissements des opérateurs européens dans la 3G, hors Royaume-Uni.

■ Notre avis

La tendance de cours à moyen terme de Qualcomm est toujours baissière. Cette action sous-performe le Nasdaq 100 de -0.07%. La volatilité s'est réduite le mois dernier. Surveillez l'approche du support à 36,05 USD et un possible rebond à partir de ce niveau.

Gestion de Fortune

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

La cellule de gestion de fortune de la société de bourse a maintenu durant le mois de janvier 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 :
 - 75 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 5 % en actions à court terme

- Gestion neutre :
 - 65 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme

- Gestion offensive :
 - 55 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme

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

Il est à noter que la partie «Actions à long terme» est gérée en privilégiant une philosophie de gestion collective, en opposition à une approche de Stock Picking. Ainsi, cette partie sera constituée par des fonds communs de placement sélectionnés et surveillés par nos gestionnaires, et ce afin d'optimiser la diversification du risque. Dans l'attente d'un signe clair de redressement des marchés, les gestionnaires de la cellule conservent la partie « actions à long terme » en liquidités, et ce afin d'attendre sereinement le point bas des marchés boursiers.

Durant le mois de janvier 2003, la cellule de gestion de fortune a anticipé une baisse des marchés à très court terme et s'est retiré des marchés boursiers, y compris pour les valeurs de la catégorie « Actions court terme ». Cette politique a permis d'éviter la perte de valeur du portefeuille. Ainsi, alors que notre indice de référence, le MSCI World, perdait 3,42 % sur la période, les portefeuilles en gestion se sont maintenus, performant entre + 0,5 % et - 0,5 %, soit en moyenne une performance supérieure de 3 % à l'indice.

A noter également qu'une position en Fortis est toujours dans le portefeuille à un cours moyen de 16,20 EUR et qu'une vente stop loss a été exécutée sur le titre AXA acheté à 14,20 EUR et revendu ainsi en limitant la perte à 11,73 EUR.

N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle habituel pour de plus amples informations.

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.

AUD

Marché	Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Primaire	TOTALFINA ELF	5 %	28/01/2008	AA2	100,23 %	4,94 %
Secondaire	COUNCIL OF EUR	5,5%	18/01/2012	AAA	103,40 %	5,01 %

EUR

Marché	Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Primaire	TRACTEBEL USA	4,5 %	28/02/2011	N/A	101,27 %	4,31 %
Secondaire	FORD	6,125%	19/09/2005	A3	104,25 %	4,37 %
Secondaire	DEXIA M.A.	4,25 %	03/09/2007	Aaa	104,95 %	3,07 %

NOK

Marché	Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Primaire	RABOBANK	5,75 %	06/02/2008	Aaa	101,72 %	5,34 %
Secondaire	HAMBURG LND BK	6,75 %	06/01/2011	Aa1	104,50 %	5,53 %
Secondaire	DANSKE BANK	6,75 %	28/08/2007	Aa2	106,25 %	5,17 %

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations. 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.

Agenda

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

- **Bruxelles** **Mercredi 12 février 2003 à 19 heures - Séminaire - Présentation du site "Leleux On Line"**
Orateur : **Olivier Leleux** – Administrateur délégué (Français)
Lieu : Siège Social – Rue du Bois Sauvage, 17 – 1000 Bruxelles
Inscription : Charles Monteyne – Tel : 02/250.12.87

- **Deurne** **Mardi 18 février 2003 à 19 heures - Conférence - Introduction générale à l'analyse technique**
Orateur : **Tom Verlinde** – Chargé de clientèle à Bruxelles (Néerlandais)
Lieu : Antwerpen - Deurne
Inscription : Jean-Marie Paquet, agence de Deurne – Tel : 03/322.69.14

- **Bruxelles** **Mercredi 19 février 2003 à 19 heures - Séminaire - Présentation du site "Leleux On Line"**
Orateur : **Dirk Hermans** – Chargé de clientèle à Bruxelles (Néerlandais)
Lieu : Siège Social – Rue du Bois Sauvage, 17 – 1000 Bruxelles
Inscription : Tom Verlinde – Tel : 02/250.12.84

- **Brugge** **Jeudi 20 février 2003 à 19 heures - Conférence - Présentation du site "Leleux On Line"**
Orateur : **Tom Verlinde** – Chargé de clientèle à Bruxelles (Néerlandais)
Inscription : Filip Dewulf, agence de Brugge – Tel : 050/34.00.00

- **Soignies** **Mardi 25 février 2003 à 19 heures - Conférence - Introduction générale à l'analyse technique**
Orateurs : **Olivier Leleux** – Administrateur délégué (Français)
Frédéric Liefferinckx – Chargé de clientèle (Français)
Lieu : Soignies – Collège Saint-Vincent – Chaussée de Braine, 22
Inscription : Léonce Rollier, agence de Soignies – Tel : 067/28.18.23
Jean-François Dhyne, agence de Soignies – Tel : 067/28.18.24

- **Mons** **Jeudi 27 février 2003 à 19 heures - Conférence - Présentation du site "Leleux On Line"**
Orateur : **Olivier Leleux** – Administrateur délégué (Français)
Inscription : Roseline Bisoux, agence de Mons-Bertaimont – Tel : 065/84.00.00
Sarah Astierperret, agence de Mons-Havré – Tel : 065/31.13.76
Pierre Cauchie, agence d'Ath – Tel : 068/28.36.20

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 31 janvier 2003.

