

# Edito

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

Chère Madame, Cher Monsieur,

A la veille du mois d'octobre, traditionnellement redouté par les investisseurs, nous ne pouvons tirer qu'une seule conclusion de l'été qui s'achève. Il a été boursièrement également inhabituel. Contrairement à toute attente, les marchés ont poursuivi le rally entamé au mois de mars de cette année. Certes, la fin du mois de septembre a tempéré les ardeurs de certains investisseurs. Mais un mouvement de fonds semble être présent.

Face à cette hausse des cours et à l'amélioration des valorisations des portefeuilles, nous ne saurions suffisamment vous rappeler la prudence nécessaire à tout investissement boursier, et principalement dans les circonstances actuelles. Certains auront vite fait d'oublier leurs mésaventures des dernières années et se laisseront aveuglement guider par des appels au gain rapide. Une fois encore, il n'y a pas de miracle. Un gain important et rapide en bourse implique nécessairement la prise d'un risque important. C'est un fait passé, présent et avenir.

Pour mieux vous orienter dans les marchés actuels, notre société vous propose des services sur mesure, en fonction de vos besoins. Besoin d'une analyse technique sur une valeur ? Notre outil Leleux On Line vous propose plus de 300 indicateurs techniques entièrement automatisés sur toutes les valeurs d'Euronext Brussels, Paris et Amsterdam, ainsi que sur les valeurs de la Bourse de Madrid, du NYSE, du Nasdaq US et de l'AMEX aux Etats-Unis. Votre chargé de clientèle habituel se tient également à votre disposition pour répondre à vos questions techniques. Par ailleurs, nous traiterons ce mois-ci dans la rubrique « Analyse Technique » deux indicateurs de volume, à savoir le PVI et le NVI.

Vous souhaitez disposer d'un avis fondamental sur un autre titre ? Ici encore, notre équipe se tient à votre disposition chaque jour de 8h à 22h pour vous fournir l'information fondamentale dont vous avez besoin. Votre revue mensuelle vous présentera ce mois-ci une analyse sectorielle du secteur du tourisme en Europe, ainsi qu'une analyse de la société belge Solvay.

Vous l'avez compris. De l'intermédiation boursière via Internet à la gestion de fortune, de la souscription d'un bon d'Etat à l'émission d'un produit dérivé, Leleux Associated Brokers met tout en œuvre pour rencontrer vos besoins d'investisseur particulier. Dans cette philosophie, nous avons le plaisir de vous annoncer notre adhésion au marché néerlandais des produits dérivés, l'EOE, appelé à rejoindre prochainement Euronext Liffe, le marché des produits dérivés d'Euronext. Ainsi, depuis le début du mois de septembre, vos ordres sur l'EOE sont traités directement par nos services, plus rapidement et avec plus de transparence.

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

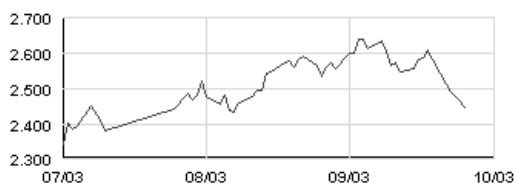
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	26/09/03	29/08/03	Différence sur un mois	Différence au 30/12/02	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	313,98	329,41	(4,68%)	(2,71%)	(55,25%)
BEL 20 (Belgique)	2.077,61	2.043,84	1,65%	2,60%	(35,05%)
CAC 40 (France)	3.216,76	3.311,42	(2,86%)	4,99%	(53,53%)
DAX (Allemagne)	3.324,85	3.484,58	(4,58%)	14,94%	(56,00%)
FTSE 100 (G-B)	4.157,10	4.161,10	(0,10%)	5,50%	(38,85%)
NASDAQ (EUR)	3.345,16	3.311,63	1,01%	31,51%	(5,60%)
HEX (Finlande)	5.650,80	5.973,78	(5,41%)	(2,16%)	(19,45%)
OMX (Suède)	581,65	586,44	(0,82%)	17,93%	(5,44%)
SMI (Suisse)	5.131,30	5.124,20	0,14%	10,81%	(5,37%)
DJ Stoxx 50	2.445,34	2.479,57	(1,38%)	1,56%	(8,92%)
DJII (USA)	9.313,98	9.415,82	(1,08%)	11,66%	(17,85%)
NASDAQ (USA)	1.792,09	1.810,58	(1,02%)	34,19%	(58,08%)
TS 300 (CAD)	7.433,08	7.510,32	(1,03%)	12,37%	(2,76%)
NIKKEI (Japon)	10.318,44	10.343,55	(0,24%)	20,28%	(44,04%)
TWSE (Taiwan)	5.650,11	5.650,83	(0,01%)	26,90%	(17,40%)
STI (Singapour)	1.627,54	1.599,25	1,77%	21,36%	(1,20%)
MSCI World (J-2)	918,89	901,24	1,96%	16,40%	(34,64%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	2,132%	2,152%	(0,93%)	(25,58%)	(61,31%)
Taux USD 3 mois	0,927%	0,968%	(4,24%)	(22,75%)	(85,52%)
Taux EUR 10 ans	4,023%	4,193%	(4,05%)	(4,31%)	(27,40%)
Taux JPY 10 ans	1,406%	1,464%	(3,96%)	54,68%	(28,63%)
Taux USD 10 ans	4,039%	4,464%	(9,52%)	6,71%	(34,35%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	1,1481	1,0988	4,49%	9,49%	(3,59%)
EURO en GBP	0,6918	0,6971	(0,76%)	6,15%	(4,54%)
USD en JPY	111,79	116,67	(4,18%)	(5,85%)	(17,05%)
Or (once en USD)	380,35	375,55	1,28%	9,28%	(1,74%)
\$/baril	27,06	30,05	(9,95%)	(9,77%)	(27,24%)

# Marchés

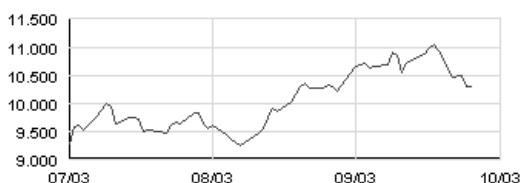
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

## ■ DJ Stoxx 50



Les marchés européens ont progressé, après le creux du mois de juin. Mais sur l'ensemble de la période (fin juin-fin septembre), on observe un quasi statu quo, puisque l'indice européen est passé de 2.476,21 (20 juin) à 2.466,38 (25/09). Mais aussi, quelle variation et quelle amplitude ! Il fallait vraiment être très habile pour opérer avec résultat positif durant cette période.

## ■ Nikkei 225



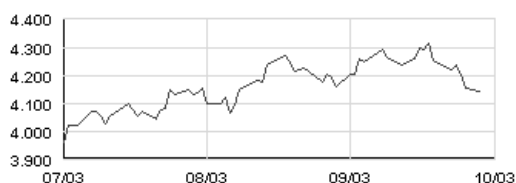
Le marché japonais progresse bien, non seulement pendant les trois mois (fin juin à fin septembre) mais aussi depuis son creux de mars 2003 à 7.607,88. Il a inscrit son plus haut le 19 septembre à 10.938,42. Il faut reconnaître que la situation économique a arrêté de se détériorer. On observe quelques points positifs dans les données économiques. La confiance des consommateurs est meilleure et l'indice économique global est en reprise.

## ■ S & P 500



Le graphique a la même allure que l'indice STOXX50 européen, avec toute fois moins d'amplitude dans les variations au jour le jour. L'indice est passé de 995,69 (20/06) à 1003,27 (25/09). C'est donc un léger « plus » qui s'inscrit sur les marchés américains. Mais si on ajoute l'effet de la baisse du dollar, c'est un recul net pour les investisseurs européens sur les marchés boursiers des Etats-Unis.

## ■ FT 100

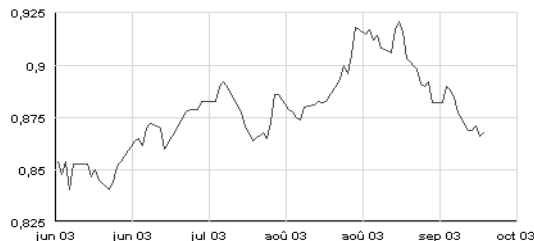


Si le point bas s'est inscrit à Londres pratiquement au même moment que sur les autres marchés européens (fin juin), l'ensemble de la période est positive puisque l'indice passe de 4.160,10 (20/06) à 4.202,20 (25/09). C'est vraiment peu pour une période de trois mois. Il est vrai que tous les marchés ont cassé leur hausse antérieure à l'annonce des réduction de quotas de pétrole par l'OPEP.

# Devises

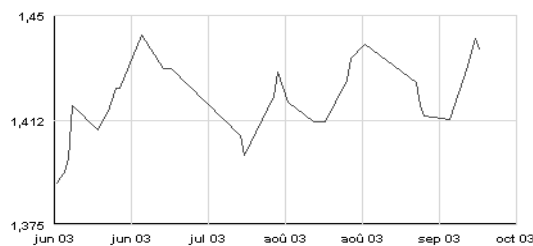
EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ Euro vs Dollar



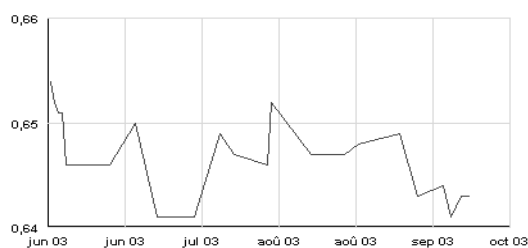
La fermeté de l'euro, si elle bien réelle debut le début du mois de septembre (1,0808 USD pour un euro le 2/09), n'en est pas moins toute relative sur les trois derniers mois : un recul de 1,1608 USD (20/06) à 1,147USD (26/09). Il est vrai qu'au cours des différentes réunions de Dubai (FMI et Banque Mondiale), les discussions ont dû être difficiles entre les argentiers américains, japonais et européens.

## ■ Euro vs Livre Sterling



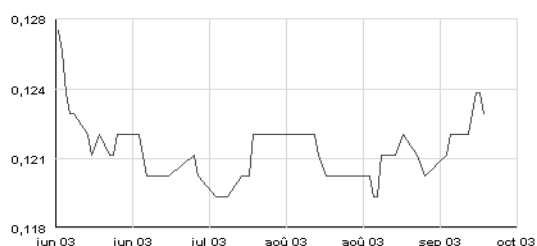
Belles amplitudes et bonnes variations au jour le jour : tout ceci doit faire le bonheur des traders, mais sur toute la période, le résultat est quasi nul. L'euro est passé de 0,6975 GBP le 20 juin à 0,6912 GBP le 25 septembre. Depuis le début de l'année, l'euro a enregistré un gain substantiel passant de 0,62 GBP début d'année à 0,6912 GBP actuellement. Situation politique (principalement affaire Kelly) et inquiétudes économiques sont probablement les explications de cette faiblesse de la livre anglaise.

## ■ Euro vs Franc Suisse



La faiblesse du franc suisse semble être arrêtée et un certain calme – avant la tempête ? – semble être revenu. La hausse de l'euro a démarré en juin de cette année à 1,526 CHF pour clôturer à 1,548 CHF en septembre. Les petits soubresauts observés actuellement semblent indiquer qu'un équilibre pourrait être atteint ... pour le moment peut-être ?

## ■ Euro vs Couronne Norvégienne



## ■ Euro vs Couronne Danoise

Après la très belle appréciation du mois de juin à 7,439 DKK, l'euro a connu un lent effritement face à la couronne danoise. Et sur longue période cet effritement se confirme. Les Danois – comme les Suédois – ont-ils encore envie de rejoindre la maison « Europe » quand ces pays observent la situation économique de l'Allemagne ou les déficits allemands et français ? Que pensent les populations scandinaves des économies des pays candidats à l'élargissement prévu pour mai 2004 ? Poser la question, c'est y répondre en partie.

## ■ Euro vs Yen

L'euro s'est encore déprécié face au yen durant les trois derniers mois, même si le plus bas du début septembre (125,75) a été quelque peu effacé, le cours s'établissant à 128,716 yens pour un euro en fin de période. Comme nous le signalions d'autre part, l'économie japonaise va mieux, l'équipe dirigeante – plus jeune – a été réélue. Elle pourra donc poursuivre sa politique de redressement.

## ■ Dollar vs Yen

Le dollar a perdu du terrain face au yen sur les trois derniers mois, passant de 118,35 yens (20/06) à 112,22 yens (25/09). Cette fermeté du yen va finir par poser des problèmes aux exportateurs japonais. Mais cette faiblesse du dollar va poser d'autres problèmes aux institutionnels (assurances et banques) qui ont placé leurs capitaux en dollars.

# Economies

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

## ■ Les grands pays de la zone euro ne respectent plus les règles budgétaires.

Qui aurait cru, début 2002, que la France et l'Allemagne violeraient trois années de suite les règles budgétaires établies par le pacte de stabilité ? A l'époque, la reprise semblait assurée. L'Amérique déployait des moyens considérables pour stimuler sa croissance. L'Europe paraissait en bonne posture pour rebondir, ayant moins d'excès financiers à purger. Mais la croissance n'a pas été au rendez-vous et les grands pays de la zone euro, plus cigales que fourmis, ont assisté sans beaucoup de réactions à l'explosion de leurs comptes publics. En 2002, la France et l'Allemagne ont enregistré un déficit supérieur à 3 % du PIB. Cette année, le trou pourrait dépasser 4 % dans les deux pays. Pour 2004, le retour à un déficit inférieur à 3 % paraît d'ores et déjà compromis. Pis, l'Italie pourrait à son tour dépasser la barre fatidique des 3 % l'année prochaine. Finalement, à l'exception de l'Espagne, les seuls bons élèves de la zone euro sont les petits pays. En Irlande, en Grèce et en Belgique, le déficit des finances publiques ne devrait pas dépasser 1,5 % du PIB en 2003 et 2004. La Finlande pourrait même dégager un excédent budgétaire équivalent à 2,6 % du PIB cette année !

Comment la France et l'Allemagne, considérées à la fin des années 1990 comme de farouches gardiens du pacte de stabilité, en sont-elles arrivées là ? « Ces pays n'ont pas su épargner lorsque la conjoncture était bonne », estime Jean-Philippe Cotis, chef économiste de l'OCDE. Quand la croissance s'est dérobée, ils ont perdu le contrôle des finances publiques. Aujourd'hui, redresser la barre est très difficile. « Un tour de vis budgétaire aurait un effet dévastateur sur la croissance », assure Eric Chaney, chef économiste chez Morgan Stanley. Les gouvernements le savent. Du coup, les recommandations faites au mois de juin par le Conseil européen (réduction du déficit structurel de 0,5 % par an, retour à un déficit budgétaire inférieur à 3 % dès l'année prochaine) sont restées lettre morte. En France, le ministre de l'Economie et des Finances, Francis Mer, table sur un déficit de 3 % du PIB en 2005 au plus tôt.

Baisse des impôts oblige ...

En Allemagne, le gouvernement continue d'envisager un retour à 3 % en 2004. « Mais il faudrait un miracle pour que cet objectif soit atteint », estime Eric Chaney.

La dérive des comptes publics en France et en Allemagne porte un terrible coup au pacte de stabilité. Elle renforce la frustration des petits pays et alimente le sentiment d'une Europe à deux vitesses. Cependant, il est encore trop tôt pour enterrer le pacte. En effet, si on l'examine avec attention, celui-ci n'est pas aussi strict qu'on l'affirme. Il laisse beaucoup de souplesse au Conseil européen pour apprécier l'état des finances publiques dans les différents pays. Par exemple, l'évolution tendancielle des déficits peut compter davantage que leur niveau même. Il faut aussi garder à l'esprit que la crédibilité des politiques économiques en Europe repose en partie sur le pacte. Les marchés pourraient donc mal réagir en cas de simple renégociation.

Mais avec ou sans pacte, l'Europe doit aujourd'hui apprendre à vivre avec des déficits excessifs. Une situation qui comporte certains risques. Le danger ne vient pas des éventuelles amendes que les mauvais élèves pourraient avoir à payer. Les coûts financiers paraissent en effet dérisoires. Les sanctions consistent dans un premier temps en un dépôt sans intérêt auprès de la Commission, égal à 0,2 % du PIB, plus une composante qui dépend de l'ampleur du déficit constaté. Cependant, ce dépôt ne deviendra amende que si le déficit excessif persiste après deux ans. Or, d'ici à 2005 ou 2006, on peut supposer que la croissance sera de retour et que les finances publiques seront dans un meilleur état.

En fait, le vrai danger, pour la zone euro, serait une nouvelle remontée des taux d'intérêt à long terme. En effet, Paris et Berlin ont choisi de baisser les impôts pour relancer la croissance et combler à moyen terme le trou des finances publiques. Mais si la croissance n'est pas au rendez-vous, les déficits vont à nouveau se creuser et les rendements obligataires se tendront. C'est cette perspective qui inquiète particulièrement les petits pays de la zone euro. En effet, en cas de remontée des rendements, c'est l'ensemble de la zone qui serait pénalisé par l'imprévoyance des mauvais élèves.

# Bourses

EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89 NASDAQ EUROPE +1,02 FTSE 100 +0,4

## ■ CLUB MÉDITERRANÉE (CU – Euronext Paris) – Tourisme – 29,30 EUR

### ■ Profil

Club Méditerranée est l'un des leaders mondiaux des villages de vacances. Présent dans près de 40 pays, le groupe exploite 120 villages (soit 71 144 lits), 8 villas (973 lits) et possède 2 bateaux de croisières, Bateau sur le Nil et Club Med 2 (95 lits).

L'essentiel du CA se répartit comme suit :

- activité villages (80%). En 2002, le groupe a vendu 10,3 millions de journées hôtelières. Le taux d'occupation a atteint 69% (1,5 millions de clients). Au plan géographique le chiffre d'affaires (CA) de la branche se répartit entre Europe/Afrique (72,8%), Amériques (15,8%) et Asie (11,4%) ;

- tour operating (16%) : essentiellement à travers Jet Tours (277 000 clients en 2002) ;

Le solde du chiffre d'affaires (4%) concerne le développement d'activités sous la marque Club Med : produits licenciés (montres, vêtements de sport, crèmes solaires, etc.), loisirs de proximité (Club Med World et Club Med Gym, anciennement Gymnase Club), activités Club (vente de produits d'assurance, services de fidélisation, etc.), ainsi que Oyyo, concept de villages pour jeunes adultes.

### ■ Perspective

Pour affronter la crise, le Club Méditerranée a eu recours à des fermetures, temporaires ou définitives, de villages. Il multiplie aussi les offres commerciales comme la plupart des tour-opérateurs. Car l'activité reste en deçà de celle de 2002. Ainsi, fin juillet, l'allemand TUI, premier voyageur européen, accusait une baisse de 7 % de ses réservations pour la saison d'été. Plus encourageant, Amadeus, spécialisé dans les réservations de voyages et d'hôtels, parle d'un rebond de son activité de 5 % en juin et juillet. De fait, la visibilité reste limitée et les pressions sur les prix réelles. Le Club doit plus que jamais compter sur ses actions internes pour redresser ses marges. Après la liquidation des foyers de pertes, la montée en gamme des villages doit porter ses fruits. Le marché a salué les efforts entrepris, même si l'exercice qui sera clos en octobre devrait rester déficitaire.

L'action a gagné 40 % depuis le 1er janvier mais, à 30 euros, elle est toujours à un niveau inférieur à la

valeur estimée des actifs (entre 35 et 40 euros). Le cours bénéficie aussi d'une actualité riche en OPA, le Club étant une proie potentielle - la famille Agnelli contrôle moins du tiers du capital.

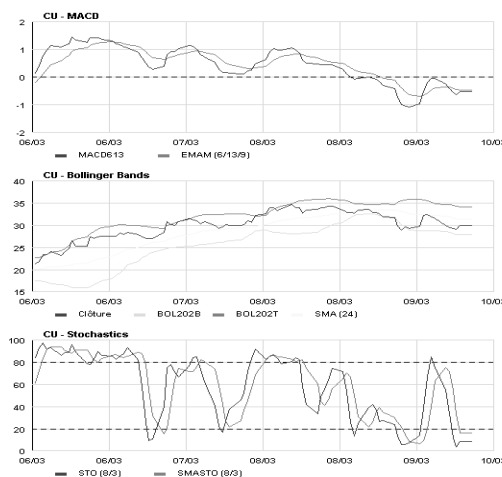


### ■ Notre opinion

On conservera Club Méditerranée, car le groupe profite de son statut de valeur opéable.

### ■ D'un point de vue technique ...

À l'instar d'Essilor, une vague de ventes a fait baisser le cours durant la dernière semaine de Septembre 2003. Bien que les stochastiques soient excessivement bas (8,30 au 29 septembre), il convient de noter que le MACD reste négatif, après avoir connu un silver cross à la vente. Quant aux bandes de bollinger, la volatilité calculée permet un trading entre 27,90 EUR et 34 EUR. On s'abstiendra donc dans l'attente d'une amélioration du MACD.



## ■ **ESSILOR (EF - Euronext Paris) - Consommation - 37,90 EUR**

### ■ **Profil**

Présent dans 100 pays, Essilor International est le n°1 mondial de l'optique ophtalmique. Le groupe compte 163 laboratoires de prescription et 18 unités de production. La répartition de son chiffre d'affaires (CA) par produit est la suivante :

- verres correcteurs et produits associés aux verres (94,5%). Les principales marques sont Varilux (verres progressifs), Crizal (anti-reflets, anti-salissures et résistants aux rayures) et Airwear (verres en polycarbonate) ;
- autres produits (5,5%) : lentilles souples et instruments pour opticiens (systèmes de taillage des verres et appareils de dépistage visuel).

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (46%), Amérique du Nord (45%), et autres régions (9%).

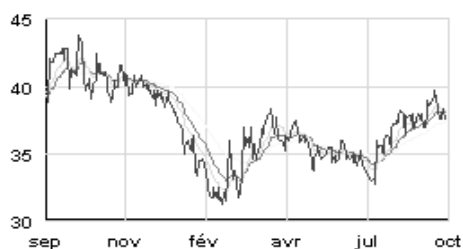
Au cours des dix dernières années, le bénéfice net par action a enregistré une croissance de 23,7 % par an. Le secret de sa réussite : une stratégie dont la base est de se consacrer à un seul métier, celui des verres ophtalmiques, en mettant l'accent sur les verres dont le contenu technologique est le plus riche. Les besoins en verres correcteurs dans le monde sont encore très importants, avec une croissance annuelle de l'ordre de 3 à 4 %, avec quelque 850 millions de verres vendus à travers le monde.

Sur une population globale de quelque 6 milliards de personnes, 4 milliards environ ont besoin d'une correction visuelle. Or seulement une personne sur cinq en bénéficie, avec bien évidemment une très nette disparité entre les pays industrialisés et les pays émergents. Le remplacement progressif du verre minéral par le verre organique est un exemple flagrant, mais il n'est pas le seul. Les produits high-tech représentent aujourd'hui environ un quart des verres dans le monde, un chiffre amené à grandir compte tenu d'une forte demande. L'innovation est un facteur important pour Essilor, inventeur du verre progressif. Le groupe consacre une part importante de son budget recherche et développement aux nouveaux produits (4 % du chiffre d'affaires, soit un budget annuel de l'ordre de 85 millions en 2002). Aujourd'hui, 50 % de son chiffre d'affaires sont réalisés avec des produits lancés depuis moins de cinq ans et 20 % grâce à des innovations de moins de trois ans. Sa part de marché dans le monde est de l'ordre de 25 %, loin devant les numéros deux et trois, le japonais Hoya et l'américain Sola, qui sont plus de trois fois plus petits, par leur chiffre d'affaires, que le français.

### ■ **Perspective**

Essilor International, c'est donc une croissance régulière des profits, une technologie de pointe, des gains réguliers de parts de marché et, pour couronner le tout, un capital non verrouillé, avec 90,7 % dans le public. Néanmoins, il ne suffit pas d'être théoriquement opérable pour faire l'objet d'une OPA. Aucun groupe d'optique n'a les moyens de reprendre Essilor ; la spéculation n'est donc pas un moteur pour le titre. Mais, tous les ingrédients sont réunis pour que le cours s'envole le jour où il y aura un déclic.

Après un gain de 15,61 % en 2002, une année au cours de laquelle la valeur a parfaitement joué son rôle de valeur défensive en battant le CAC 40 de plus de 48 %, Essilor affiche un recul de plus de 5 % depuis le début de l'année. L'exercice 2003 devrait pourtant se solder par un nouveau record de la marge opérationnelle, à 16 %.

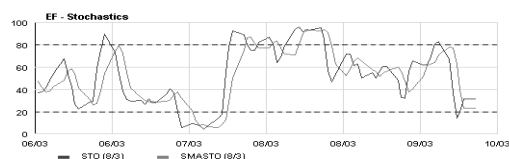


### ■ **Notre opinion**

Nous recommandons l'achat de la valeur, le marché ne prenant pas assez en compte la qualité des fondamentaux du groupe.

### ■ **D'un point de vue technique ...**

Le titre vient de connaître à la fin du mois de septembre 2003 une vague importante de ventes, ce qui se traduit par un stochastique proche de 30. Attention cependant à un MACD qui se dégrade. D'un point de vue technique, la valeur peut faire l'objet de trading entre 35 et 40 EUR.





## ■ ACCOR (AC – Euronext Paris) – Tourisme - 32,18 EUR

### ■ Profil

Accor est positionné sur l'univers du voyage, du tourisme et des services aux entreprises. Il exerce 6 métiers complémentaires :

- hôtellerie (70% du chiffre d'affaires - CA) : 4e groupe hôtelier mondial avec 3 829 hôtels (440 807 chambres) dans 84 pays. Le groupe couvre toute la gamme de l'hôtellerie (économique, affaires, loisirs, luxe) : Sofitel, Mercure, Novotel, Etap Hotel, Ibis, Formule 1, Motel 6, Coralia, Thalassa International et Red Roof Inns ;
- services corporate (7%) : n° 1 mondial dans les titres de services (Ticket Restaurant en France, titres de motivation, etc.).
- agences de voyages (7%) : Carlson Wagonlit Travel (2e réseau mondial du voyage d'affaires) et Frantour ;
- restauration (6%) : Lenôtre et Gemeaz Cusin (Italie);
- casinos (3%) : 19 établissements dont un en Belgique et un à Malte (n° 3 français) ;
- services à bord des trains et autre (7%) : leader européen avec La Compagnie des Wagons-Lits.

La répartition géographique du CA est la suivante : France (34%), Europe (31%), Amérique du Nord (22%), Amérique Latine (6%), autre (7%).

### ■ Perspective

Accor a réalisé un chiffre d'affaires de €3.3Mds sur le 1er semestre 2003. Il recule de 7.8% par rapport au 1er semestre 2002 et de 0.4% à périmètre et taux de change constants. Le chiffre d'affaires de l'hôtellerie a baissé de 5% à €2.35Mds, notamment le segment de milieu et haut de gamme, alors que l'hôtellerie économique a bien résisté en France. Par ailleurs, le groupe enregistre une baisse de 9.2% de son chiffre d'affaires dans les services (€ 231M), +8.9% à périmètre et change constants. Le groupe a annoncé son intention d'ouvrir prochainement neuf hôtels supplémentaires en Chine continentale pour répondre à la hausse de la demande des touristes asiatiques. Le groupe espère aussi profiter de la nouvelle réglementation autorisant les habitants de la province du Guangdong à séjourner à Hong Kong à partir de l'an prochain.

Accor reste néanmoins prudent sur ses perspectives pour l'automne, même si des offres promotionnelles ont permis de ramener les taux d'occupation de ses hôtels au-dessus de 60% en juillet, contre 15% environ en avril, au point culminant de l'épidémie de

SRAS. La position de leader d'Accor dans le haut de gamme, marché le plus malmené, lui a été défavorable. La clientèle américaine, de tourisme et d'affaires, fait toujours défaut. Aux Etats-Unis mêmes, la situation est tendue avec un recul de 4 % des facturations hors effets de change au cours du semestre.

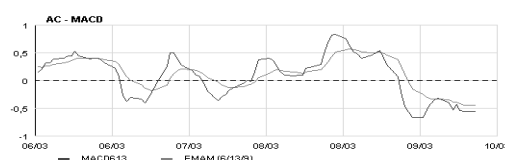


### ■ Notre opinion

L'action devrait bien résister aux événements. Nous proposons de conserver l'action en portefeuille. Pour ceux qui n'en détiennent pas, ils ne devront l'acquérir qu'à l'occasion d'un net recul.

### ■ D'un point de vue technique ...

Plusieurs vagues de vente ont récemment fait reculer le cours de la valeur. Ici également, les stochastiques sont bas (22,05), mais le MACD reste négatif et décroissant, après un silver cross à la vente. Néanmoins, il convient de surveiller le retournement du stochastique à 8 jours, car la volatilité aidant, le cours pourrait varier entre 30 et 36 EUR (bandes de bollinger).



## ■ EURO DISNEY (EDL – Euronext Paris) – Tourisme - 0,62 EUR

### ■ Profil

Euro Disney exploite depuis 1992 le site Disneyland Paris. Le site comprend aujourd'hui 2 parcs à thèmes (Disneyland et, depuis mars 2002, le Walt Disney Studios), 7 hôtels (5 800 chambres occupées à 88,2%), 2 centres de congrès, un parcours de golf ainsi que Disney Village, où se trouve notamment un complexe de cinéma Gaumont de 15 salles. Le groupe gère également le développement des infrastructures et des programmes immobiliers.

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

- parcs à thèmes (49%) ;
- hôtels et Disney Village (38,3%) ;
- développement immobilier (2,5%) ;
- autres (10,2%) : principalement redevances de participants et services de transport et de voyages proposés aux visiteurs.

Disneyland Paris figure en tête des destinations du tourisme de courte durée en Europe avec 13,1 millions de visiteurs en 2002. Il est aussi un des leaders européens du tourisme d'affaires.

### ■ Perspective

L'influence des annonces d'OPA n'a pas été très longue pour Euro Disney, dont l'action a dévissé après l'annonce d'une baisse de 7 % de son chiffre d'affaires entre avril et juin, ce qui a entraîné une dégradation des finances de la société. Les visiteurs ne sont pas au rendez-vous et les dépenses dans les parcs reculent sensiblement, conséquence sans doute de l'absence des clientèles américaine et japonaise, les plus dépendantes. Les deux parcs d'Euro Disney ont même vu leur activité chuter de 11,7 % alors que le groupe aurait dû bénéficier de l'ouverture en mars 2002 du Disney Studio. Ces chiffres sont mauvais, d'autant que, selon le syndicat des parcs d'attractions, les parcs de loisirs en France, profitant d'une météo clémente et d'un afflux de la clientèle de proximité, se portent bien. Pour les neuf premiers mois de son exercice clos fin septembre, la Compagnie des Alpes a ainsi enregistré une hausse de 8 % de son chiffre d'affaires loisirs (Parc Astérix, Bagatelle, Musée Grévin, etc.). Au cours de la même période, les ventes d'Euro Disney n'ont progressé que de 2 %, à 748,2 millions d'euros. L'objectif 2004 de 16 millions de visiteurs à Marne-la-Vallée ne pourra être atteint, peut-être pas même celui de 13,1 millions de l'an dernier. Or, l'équilibre des comptes repose sur l'activité. Le groupe a en effet une structure de coûts rigide. Au premier semestre, il a déjà enregistré un déficit de 82,7 millions d'euros. Il devrait donc connaître son deuxième exercice de pertes. Sans doute s'est-il fixé des objectifs trop ambitieux pour son second parc, une ambition rendue nécessaire par le poids des charges, notamment financières.

De fait, près de dix ans après la restructuration financière de 1994, le groupe se trouve à nouveau dans l'impossibilité de faire face à ses engagements bancaires. Des négociations sont en cours avec les banquiers. La maison mère Walt Disney et le prince saoudien Al Waleed, deuxième actionnaire d'Euro Disney, pourraient aussi mettre la main à la poche. Même si le dépôt de bilan n'est pas envisagé compte tenu du poids économique d'Euro Disney, son nouveau président, André Lacroix, va devoir rapidement faire ses preuves.

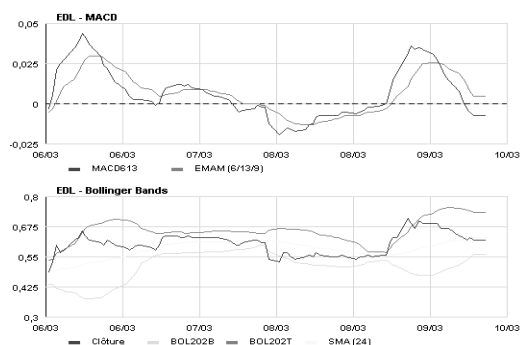


### ■ Notre opinion

Le pari boursier est risqué et le versement d'un dividende reporté aux calendes grecques. Cela justifie de se tenir à l'écart du titre.

### ■ D'un point de vue technique ...

Comme pour les autres valeurs, une vague de ventes a pesé sur le cours ces derniers jours. Ainsi, le stochastique est bas, mais le MACD est négatif et décroissant, après un golden cross et silver cross à la vente. Quant aux courbes de Bollinger, on notera qu'un accroissement de la volatilité est à attendre, les courbes se resserrant entre 0,56 EUR et 0,73 EUR. Il faudra attendre au minimum un silver cross à l'achat et un redémarrage des stochastiques pour rentrer dans le titre, tout en vérifiant quel impact l'augmentation de la volatilité à venir aura sur le cours. A suivre pour les amateurs de risques.



## ■ SOLVAY (SOLB - Euronext Brussels) – Chimie - 61,95 EUR

### ■ Profil

Solvay figure parmi les 1ers fournisseurs de produits chimiques et pharmaceutiques mondiaux. Présent dans 41 pays, le groupe évolue sur 4 secteurs :

- produits pharmaceutiques (30% du chiffre d'affaires - CA) : traitements hormonaux (38% du CA de la branche), gastro-entérologie (29%), psychiatrie (17%), cardiologie (10%) et autres (6%) ;
- produits chimiques (30%) : 1er producteur mondial d'eau oxygénée et de persels (détergents), 3e producteur mondial de soude caustique, etc. A la suite de l'acquisition de l'italien Ausimont, Solvay devient le n° 2 mondial des spécialités fluorées ;
- plastiques (30%) : PVC (4e producteur mondial), polyéthylène (2e producteur mondial), polymères spéciaux, etc. ;
- transformation (10%) : produits pour l'automobile (Inergy Automotive Systems, 1er producteur mondial de systèmes à carburant en plastique) et la décoration, feuilles industrielles, tubes et raccords, etc.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (62%), Amériques (31%) et Asie-Pacifique (7%).

### ■ Perspective

La stratégie de renforcement des Spécialités porte ses fruits, en particulier la part croissante des Polymères Spéciaux dont le résultat et la marge progressent. Le chiffre d'affaires du groupe Solvay au 1er semestre 2003 a atteint 3.790 millions d'EUR, en baisse de 6% par rapport au 1er semestre 2002. A taux de change constants, celui-ci augmente de 1%. Le résultat net consolidé (198 millions d'EUR) baisse de 18% par rapport au résultat du 1er semestre 2002 (241 millions d'EUR). Comme annoncé lors de l'Assemblée Générale du 5 juin 2003, les résultats du 2ème trimestre 2003 se comparent défavorablement avec le 2ème trimestre 2002 qui était particulièrement bon. En effet, le renforcement de l'EUR s'est poursuivi au 2ème trimestre 2003 ; s'y sont ajoutés le déstockage sur certains marchés et le ralentissement de l'économie mondiale.

Les résultats opérationnels courants (REBIT) des 4 secteurs d'activités sont en baisse par rapport au 1er semestre 2002. Le Secteur Pharmaceutique, bien qu'en progrès entre le 1er et le 2ème trimestre 2003, voit ses résultats affectés (-19%), d'un 1er semestre à l'autre, par l'affaiblissement du USD, par les débats aux Etats-Unis dans le domaine des traitements hormonaux féminins ainsi que par les pressions croissantes sur les prix et volumes de prescriptions des médicaments en

Europe. Les prévisions actuelles indiquent que les résultats du 2ème semestre 2003 devraient être supérieurs à ceux du 2ème semestre 2002.

Le Secteur Chimique baisse de 23% du fait du ralentissement de l'ensemble des activités, principalement européennes, des clients, de l'impact d'un EUR plus fort sur les exportations et de la contraction de la chaîne chlore-alkali. Il a également enregistré une baisse des ventes de certains gaz fluorés, dont principalement le Solkane® 141b, combinée aux coûts de démarrage de l'unité de production de son substitut HFC, le Solkane®. Le Secteur Plastiques (-23%) est affecté par la chute significative des Vinylyls au 2ème trimestre 2003 après une croissance marquée au 1er trimestre 2003. Le résultat et la marge des Polymères Spéciaux progressent.

Malgré des résultats en hausse de 41% au 2ème trimestre 2003 par rapport au 1er trimestre 2003, la morosité de certains marchés explique la baisse semestrielle de 25% du Secteur Transformation. A ce stade, il ne se dégage pas de signes clairs permettant de se prononcer quant à l'évolution au cours des prochains mois. Les grandes incertitudes restent : la reprise économique et l'évolution du taux de change de l'EUR par rapport au USD. Dès lors, les résultats du Groupe pour l'ensemble de l'année 2003 pourraient être en retrait par rapport à l'année record que le Groupe a connue en 2002, bien qu'un redressement des résultats pourrait se produire au 4ème trimestre 2003.



### ■ Notre opinion

Sur recul du cours, on pourra renforcer ou constituer une position, avec un objectif de l'ordre de 70 EUR.

### ■ D'un point de vue technique ...

Comme sur les autres valeurs, la baisse des marchés de la fin septembre a fait baisser les stochastiques à des niveaux intéressants. A noter que malgré ces baisses, le MACD à court terme reste positif. De même, la volatilité sur le titre permet d'un point de vue technique un trading entre 60 et 65 EUR.

# Analyse technique

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

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

## ■ Qu'est-ce qu'un Positive Volume Index (PVI) ?

Le PVI est un indicateur de volume. Il a la particularité d'isoler les hausses de volumes (d'activité) et uniquement celles-là. Lorsque le volume augmente, l'indicateur évolue dans le même sens que le cours. Lorsque l'activité baisse (diminution du volume), l'indicateur ne varie pas.

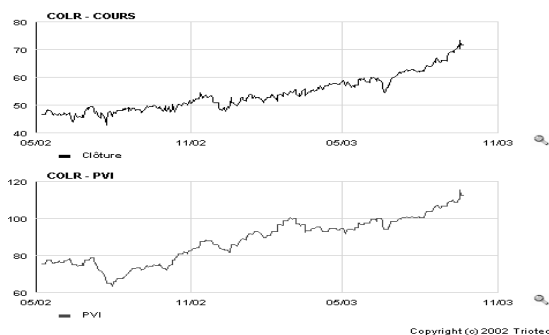
## ■ Qu'est-ce qu'un Negative Volume Index (NVI) ?

Le NVI, quant à lui, a la particularité d'isoler les baisses de volumes (d'activité) et uniquement celles-là. Lorsque le volume baisse, l'indicateur évolue dans le même sens que le cours. Lorsque l'activité augmente (augmentation de volume), l'indicateur ne varie pas.

## ■ Comment utiliser ces indicateurs ?

### a) Tendance

Un indicateur en hausse traduit un sentiment bullish (haussier) L'afflux d'acheteurs entraîne une réévaluation des cours de bourse, et donc une amélioration de la tendance.

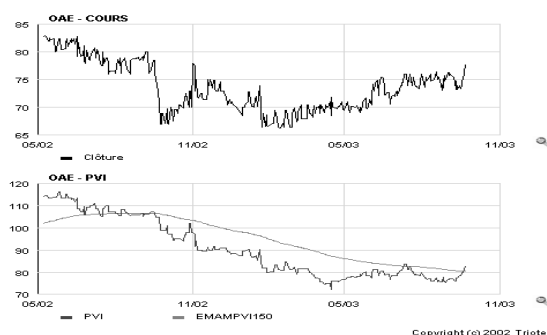


Graphique n°1 : PVI en hausse, marché acheteur

Un indicateur en baisse traduit un sentiment bearish (baissier) L'afflux de vendeurs entraîne une dévaluation des cours de bourse, et donc une dégradation de la tendance.

### b) Le croisement de l'indicateur et de sa moyenne

Il est d'usage de tracer une moyenne à 150 jours du NVI et du PVI. Lorsque l'indicateur croise à la hausse sa moyenne mobile longue, cela signale une inversion de la tendance. C'est généralement un signal de hausse. Lorsque l'indicateur croise à la baisse sa moyenne mobile longue, cela signale une inversion de la tendance vers le bas. C'est généralement un signal de baisse.



Graphique n°2 : croisement de la moyenne mobile à la hausse, marché acheteur

### c) L'indicateur par rapport à la moyenne

Lorsque l'indicateur est au-dessus de sa moyenne mobile, cela signifie que les investisseurs sont récemment plus enthousiastes pour ce titre qu'ils ne l'étaient auparavant. Lorsque l'indicateur est en dessous de sa moyenne mobile, cela signifie que les investisseurs sont récemment moins enthousiastes pour ce titre qu'ils ne l'étaient auparavant.

## ■ En Conclusion

Tous les instruments de l'analyse technique (graphiques, indicateurs, stratégies de filtrage) sont disponibles sur notre site transactionnel Leleux On Line. N'hésitez pas à demander l'activation gratuite de ce service auprès de votre chargé de clientèle habituel.

De même, vous trouverez dans la rubrique Agenda de notre revue mensuelle les dates des prochains séminaires d'analyse technique organisés par notre société de bourse. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour vous y inscrire gratuitement.

# Gestion de Fortune

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 juin 2003 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

La partie « Obligataire » est constituée d'un nombre important d'obligations. La cellule sélectionne pour votre compte les obligations dont les émetteurs sont de grande qualité et dont les critères de solvabilité et les rating sont les meilleurs. Notre cellule veillera également à limiter l'importance d'un émetteur à un pourcentage raisonnable de votre portefeuille. De même, une répartition entre devises et dates d'échéance aura lieu. Finalement, un arbitrage dynamique réalisé par nos soins vous permettra de profiter des éventuelles plus-values sur vos obligations.

La partie « Actions à long terme » est gérée en privilégiant une philosophie de gestion collective.

Cette partie sera constituée par des fonds communs de placement sélectionnés et surveillés par nos gestionnaires, et ce afin d'optimiser la diversification du risque. Nos gestionnaires conservent actuellement cette partie en liquidités afin d'attendre sereinement le meilleur moment pour rentrer dans les marchés.

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés.

Durant les mois d'août et de septembre, la position en Fortis achetée à 14,97 EUR a été vendue à 16,80 EUR, soit une plus-value de 12,22 %. De même, la position en Hagemeyer, achetée à 3,84 EUR, a été revendue à 4,20 EUR, générant ainsi une plus-value de 9,37 %. Seule une position en Fortis achetée à 15,30 EUR reste actuellement en portefeuille, l'objectif de vente étant fixé à 17,50 EUR.

Au niveau obligataire, plusieurs positions ont été arbitrées, notamment les obligations offrant des plus-values intéressantes au regard des prix de vente. Parallèlement, une diversification vers le florint hongrois a été opérée, par l'achat d'une obligation EIB 2005 offrant un coupon de 7 %.

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

# Euro-Obligations

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

Ces dernières années, tous les leviers avaient été actionnés pour faire baisser le loyer de l'argent. Résultat de cette politique : les taux d'intérêt ont touché leur point bas dans le courant du mois de juin, leur plus bas depuis près de 20 ans. Depuis, la situation s'est inversée : augmentation des taux longs, baisse des prix des obligations, et reprise graduelle de l'économie. Une reprise qui repose d'avantage sur des effets de restructuration, il est vrai, et qui à ce jour n'est pas encore fortement créatrice d'emploi. Les banques centrales conservent le doigt sur la gachette

si la reprise devait mollir à nouveau, mais le plus dur semble derrière nous.

S'il ne faut pas s'attendre à des miracles pour l'Europe cette année-ci, les prévisions pour les Etats-Unis ont le vent en poupe : 2,6% de croissance attendue pour cette année, et 3,9% l'année prochaine. On prévoit même 2% de croissance pour le Japon.

Dans cette logique, les taux longs sont en hausse, et comme nous l'avions signalé en mai déjà, les investisseurs actifs devraient empocher les gains sur des obligations à longue durée.

## ■ Zone Euro et Scandinavie :

La couronne suédoise continue sa progression. L'économie suédoise est en meilleure santé et la couronne sensiblement sous-évaluée. La couronne norvégienne reste quant à elle dans de très bonnes dispositions. Il est fort probable que les taux norvégiens ne baisseront plus.

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
EUR	Unilever	5,125	7/6/2006	100,15	5,05	A+
EUR	Novartis	3,75	6/12/2007	99,65	3,84	A+
EUR	Dexia Municipal *	3,5	15/12/2008	100,84	3,32	A2
EUR	Volkswagen	4,125	22/5/2009	100,31	4,06	A
NOK	Fortis Finance	5	26/9/2008	101,62	4,63	A+
SEK	EIB	4,5	19/9/2011	100,3	4,45	A+
SEK	Bayerische Landesbk	5,375	14/4/2005	103,13	3,26	AAA

## ■ Pays à matière première :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
AUD	BMW Australia Fin	5,5	20/10/2006	100,735	5,23	A2
AUD	Lbk Rheinland-Pfalz	5,88	24/7/2006	101,01	5,47	AA
CAD	Toyota Credit Canada	4	28/7/2008	99,5	4,11	A+2
CAD	Bayerische Landesbk	4,25	29/8/2008	100,4	4,16	A+2
NZD	BNG	6	29/9/2008	100,685	5,838	AAA
NZD	Dexia Municipal	5,25	20/8/2007	97,8	5,9	A+

## ■ Futurs pays européens :

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix	Rendement	Rating
HUF	Landwirtsch. Rentenbank	7	04/10/2005	100,25	6,86	A+2
HUF	EIB	7	28/1/2008	99,95	7,03	AAA
PLN	Deutsche Bank	13	17/1/2005	109,72	5,09	AA-

Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les informations et données reprises dans le tableau ont été recueillies à partir de sources que nous jugeons fiables. Toutefois, nous ne garantissons pas leur exactitude, ni leur exhaustivité.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet [www.leleux.be](http://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.

# Euro-Obligations

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

## ■ Séminaire : Présentation de Leleux On Line

Mercredi 8 octobre 2003 à 19 h à Bruxelles  
Siège Social – Rue du Bois Sauvage, 17

Langue : Français  
Orateur : Olivier Leleux, Administrateur délégué  
Inscription : Charles Monteyne – 02/250.12.12

## ■ Séminaire : L'Analyse Technique

Mercredi 15 octobre 2003 à 19 h à Bruxelles  
Siège Social – Rue du Bois Sauvage, 17

Langue : Français  
Orateur : Olivier Leleux, Administrateur délégué  
Inscription : Charles Monteyne – 02/250.12.12

## ■ Séminaire : L'Analyse Technique

Mercredi 22 octobre 2003 à 19 h à Bruxelles  
Siège Social – Rue du Bois Sauvage, 17

Langue : Néerlandais  
Orateur : Tom Verlinde, Chargé de Clientèle  
Inscription : Tom Verlinde – 02/250.12.14

## ■ Conférence : L'Analyse Technique

Jeudi 23 octobre 2003 à 18 h à Liège  
Institut Gramme

Langue : Français  
Orateur : Olivier Leleux, Administrateur délégué  
Inscription : Vincent Thoreau – 04/221.23.44

# Avertissement

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

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier. Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction:

**Olivier Leleux**

Date de rédaction:

**le 29 septembre 2003.**

