

# Edito

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

Cher Client,

Il y a un an, nous écrivions dans ces mêmes colonnes que l'année 2001 serait une année à marquer d'une pierre noire, tant au niveau politique qu'au niveau économique et financier. A la lumière des événements de l'année qui vient de s'écouler, force est de constater que la même conclusion peut être tirée pour 2002. En effet, la morosité des marchés, alimentée par la crise de confiance engendrée par des scandales financiers à répétition aux Etats-Unis et par un surendettement colossal des grandes capitalisations européennes, a eu raison de la bonne tenue des marchés du dernier trimestre 2001. C'est ainsi que les plus grands indices boursiers mondiaux ont connu des reculs compris entre 20 et 40 % durant les douze derniers mois.

Que faut-il donc retenir de cette année 2002 ? Tout d'abord, la reprise économique tant espérée pour la fin de 2002 et attendue par de nombreux analystes ne s'est pas produite. Elle semble même être reportée à la fin du premier trimestre 2003 pour les analystes les plus optimistes, et au début de l'année 2004 pour les plus pessimistes. Ensuite, le climat politique au niveau mondial s'est fortement dégradé durant le second semestre de 2002 : menace américaine de guerre préventive en Iraq, tensions avec la Corée du Nord sur le contrôle des armes de destruction massive, instabilité politique dans de nombreux états sud-américains, et notamment au Venezuela, cinquième producteur mondial de pétrole, attentats à répétition par des réseaux terroristes. Finalement, 2002 aura été l'année des politiques monétaires surprenantes : la Federal Reserve Bank, ayant déjà tiré toutes ses cartouches à la fin de 2001, laissera flotter le dollar qui se dévaluera d'un peu plus de 15 % contre l'Euro. Au même moment, la Banque Centrale Européenne attend de nombreux mois avant de diminuer son taux directeur en fin d'année.

Nous ne pourrions être complet dans ce commentaire sur l'année boursière sans évoquer la forte volatilité des marchés boursiers. En effet, les variations importantes au cours d'une même séance boursière sur de grandes capitalisations sont devenues une des caractéristiques majeures des marchés boursiers, y compris en Europe.

Cette volatilité, bien exploitée, peut être un atout majeur dans cette période où la tendance des marchés n'est pas clairement établie. En effet, une stratégie de trading à très court terme, basée sur une analyse fondamentale ne retenant que les grands noms des secteurs traditionnels offrant des perspectives de croissance intéressantes, et sur une analyse technique pointue permettant d'isoler les valeurs en phase de rebond, a pu être mise en place avec succès durant l'année écoulée. Ainsi, entre les mois de septembre et de décembre 2002, plus de 20 achats suivis de vente dans les jours qui suivent ont pu être opérés par notre cellule de gestion de fortune, offrant à chaque fois une plus-value frais déduits de minimum 8 %.

Notre équipe de chargés de clientèle, étoffée en 2002 par l'ouverture de deux nouvelles agences à Tournai et à Ypres, dispose désormais des outils nécessaires à la mise en place de cette stratégie de trading dans votre portefeuille, notamment grâce à la nouvelle version de notre site de transactions boursières via Internet, Leleux On Line. N'hésitez pas à prendre contact avec votre chargé de clientèle habituel pour obtenir de plus amples informations à ce sujet.

Nos vœux pour 2003 s'énoncent simplement : mieux vous servir en vous offrant la valeur ajoutée de nos 60 chargés de clientèle, tout en mettant à votre disposition l'expérience de nos 75 années d'existence et notre savoir-faire technologique.

En vous remerciant de la confiance que vous avez témoignée envers notre Maison en 2002, nous vous présentons nos meilleurs vœux de prospérité et de santé pour l'An Neuf.



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

# Indices

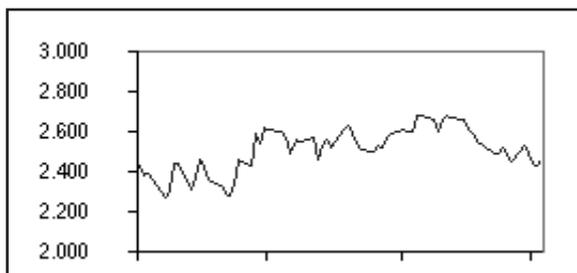
EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	20/12/02	31/12/01	Différence au 28/11/02	Différence au 31/12/01	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	325,24	506,78	(9,68%)	(35,82%)	(53,64%)
BEL 20 (Belgique)	1 974,94	2 782,01	(5,09%)	(29,01%)	(46,36%)
CAC 40 (France)	3 082,85	4 624,58	(7,42%)	(33,34%)	(55,47%)
DAX (Allemagne)	3 024,22	5 160,10	(10,55%)	(41,39%)	(62,50%)
FTSE 100 (G-B)	3 889,90	5 217,40	(7,06%)	(25,44%)	(43,87%)
NASDAQ (EUR)	2 658,76	7 362,97	(10,37%)	(63,89%)	(67,47%)
HEX (Finlande)	5 953,92	8 805,01	(13,36%)	(32,38%)	(61,34%)
OMX (Suède)	509,81	846,49	(12,71%)	(39,77%)	(60,26%)
SMI (Suisse)	4 774,60	6 417,80	(7,29%)	(25,60%)	(41,98%)
DJ Stoxx 50	2 456,29	3 706,93	(8,19%)	(33,74%)	(52,61%)
DJII (USA)	8 511,32	10 136,99	(4,71%)	(16,04%)	(27,40%)
NASDAQ (USA)	1 363,72	1 987,17	(8,40%)	(31,37%)	(72,99%)
TS 300 (CAD)	6 629,39	7 675,00	0,00%	(13,62%)	(38,56%)
NIKKEI (Japon)	8 406,88	10 542,62	(8,39%)	(20,26%)	(62,91%)
TWSE (Taiwan)	4 595,76	5 551,24	(1,10%)	(17,21%)	(32,81%)
STI (Singapour)	1 337,45	1 625,98	(3,89%)	(17,74%)	(35,37%)
MSCI World (J-2)	787,865	1 007,97	(5,71%)	(21,84%)	(45,79%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	2,943%	3,294%	(3,67%)	(10,66%)	(42,65%)
Taux USD 3 mois	1,190%	1,680%	(2,46%)	(29,17%)	(81,36%)
Taux EUR 10 ans	4,297%	4,934%	(5,04%)	(12,91%)	(18,94%)
Taux JPY 10 ans	0,949%	1,368%	(6,04%)	(30,63%)	(50,24%)
Taux USD 10 ans	3,953%	5,101%	(6,99%)	(22,51%)	(33,10%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	1,0258	0,8828	3,17%	16,20%	(13,47%)
EURO en GBP	0,6406	0,6095	(0,03%)	5,10%	(4,32%)
USD en JPY	120,55	131,26	(1,34%)	(8,16%)	(24,49%)
Or (once en USD)	341,45	276,45	7,09%	23,51%	(1,19%)
\$/baril	30,3	20,31	20,53%	49,19%	(18,53%)

# Graphiques

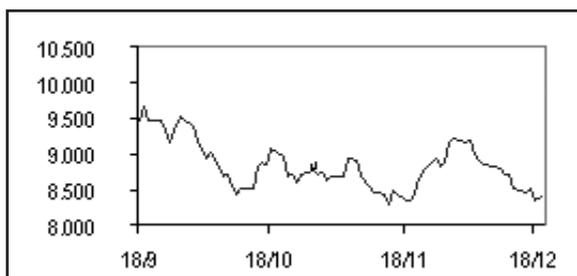
EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ DJ Stoxx 50



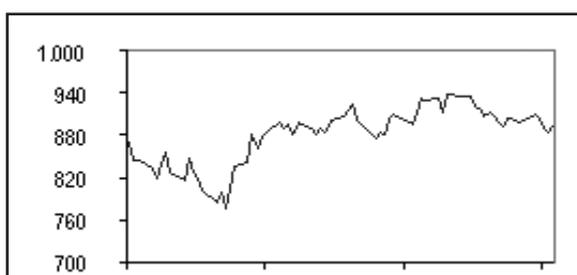
La reprise des marchés européens durant cette période s'est quelque peu étiolée en décembre. Ceci peut être le résultat de deux éléments : l'intervention des fonds de placement pour réaliser un « window dressing » de fin d'année (il ne sera pas facile de présenter les « valeurs nettes d'inventaires » aux clients) et des rachats de baissiers profitant des occasions offertes pour couvrir leurs positions avant la clôture de l'année.

## ■ Nikkei 225



Le marché japonais poursuit son évolution négative. Les opérateurs se demandent « où cela va-t-il s'arrêter ? ». Rien actuellement ne permet d'envisager une reprise tant la situation économique est mauvaise. Les craintes se retrouvent dans tous les secteurs d'activité, principalement au niveau des banques et compagnies d'assurances.

## ■ S & P 500



Le rebond depuis début octobre semble être arrivé à son terme. Il faut dire qu'une fois passées les échéances des quatre séries de produits dérivés, le marché peut retrouver une certaine sérénité pour la clôture de l'année.

Les pertes sur l'année ont été de 20.79% pour le Standard and Poor's (S&P) 500 et de 31.37% pour l'indice composite du NASDAQ. Ce qui nous ramène au niveau de décembre 1997 pour le S&P 500. Et au niveau de juin 1997 pour l'indice NASDAQ.

## ■ FT 100

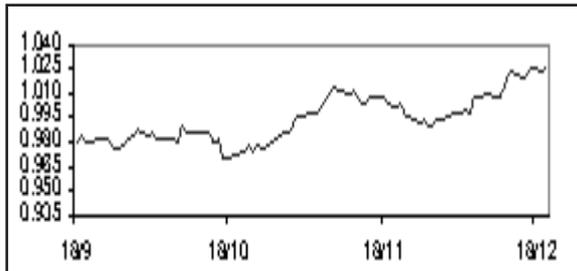


Sur toute l'année 2002, l'indice de la bourse de Londres n'a perdu « que » 25% alors que le Dax allemand perdait 39%, la CAC 40, 33.3% et l'AEX d'Amsterdam reculait de plus de 35%. L'indice BEL20 affichait un recul de 29.01% sur l'année. Donc la bourse londonienne a moins mal performé que les autres marchés. L'effet livre sterling a joué tout son rôle.

# Devises

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

## ■ Euro vs Dollar



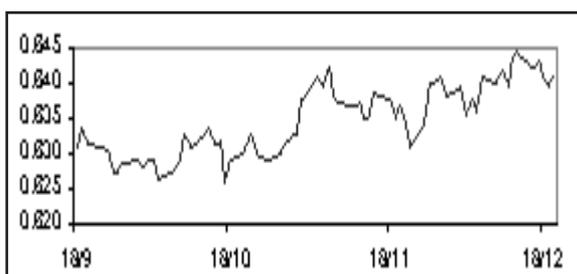
La fermeté de l'euro ou plus exactement la faiblesse du dollar se confirme. L'évolution de la masse monétaire américaine (M3) ne devrait pas modifier rapidement cette tendance.

## ■ Euro vs Yen



La position du yen face à l'Euro poursuit sa détérioration. Comment on pourra le lire d'autre part, la situation du Japon n'est pas proche d'une notable amélioration.

## ■ Euro vs Livre Sterling



L'hésitation observée durant la période précédente s'est transformée en fermeté de l'euro. L'engagement de la Grande Bretagne au côté des américains en Irak y est-il pour quelque chose ?

## ■ Euro vs Franc Suisse



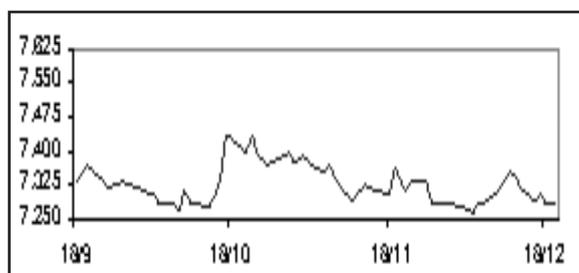
Il faudra bien que la Communauté européenne et la Confédération helvétique s'entendent sur la fiscalité de l'épargne pour voir une évolution significative du rapport entre ces deux monnaies.

## ■ Euro vs Couronne Danoise



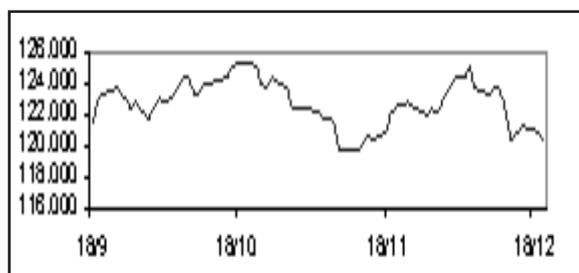
L'hésitation dans les marchés monétaires se confirme. Avec comme résultat, une poursuite d'un léger recul de la devise européenne.

## ■ Euro vs Couronne Norvégienne



L'Euro s'est effrité encore un peu face à la devise norvégienne. On peut considérer cela comme une conséquence de l'évolution du cours du baril de pétrole.

## ■ Dollar vs Yen



On peut pratiquement parler de statu quo tant la variation sur ces trois deniers mois est insignifiante.

# Economies

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

## ■ ETATS-UNIS

Marquée par les scandales financiers d'Enron et de WorldCom ainsi que par les sanctions judiciaires infligées aux grandes banques d'investissement pour manque d'objectivité dans leurs recommandations d'achat, l'année 2002 aura porté un rude coup à la confiance des investisseurs, qu'il ne sera pas facile de rétablir, surtout à Wall Street. Les perspectives macroéconomiques ne plaident pas encore en faveur des Etats-Unis. Si la plupart des experts écartent aujourd'hui l'hypothèse d'une rechute de l'activité (« double dip » littéralement « double plongeon »), certains professionnels, tel Steve Roach, chef économiste chez Morgan Stanley, n'en craignent pas moins une récession déflationniste, caractérisée par une période prolongée de baisse des prix. La bonne tenue de la consommation des ménages (+ 0,4 % de hausse en octobre, hors automobile) et l'espoir de reprise des investissements en 2003 (hausse de 3,8 % attendue, contre - 5,6 % en 2002, selon la Société générale) pourraient permettre d'éviter ce scénario catastrophe. « Nous sommes plus à l'aise avec la conjoncture économique qu'il y a un an, précise Bruce Kasman, responsable de la coordination à la banque JP Morgan. Il n'y aura pas de double plongeon de l'économie américaine, mais pas non plus de reprise extraordinaire de la croissance. Cela dit, la détérioration des profits des entreprises semble terminée. »

Sur le plan purement boursier, l'indice Dow Jones a touché un point bas le 9 octobre 2002. En dépit de l'actuel rallye de fin d'année, la valorisation du marché américain demeure élevée. Le PER du S&P 500 s'élève en effet à 30 fois les prévisions de résultats pour 2002. Ce ratio est historiquement trop élevé, puisqu'en moyenne sur les 25 dernières années, le PER s'établit à 17,94. Par contre, le redressement du résultat des sociétés pourrait être plus souple aux Etats-Unis qu'en Europe, grâce aux gains de productivité que réalisent les entreprises américaines, à la très faible augmentation des salaires, ainsi qu'aux

gigantesques restructurations réalisées en 2002. Sur base d'une croissance de 4.5% de croissance des bénéfices des sociétés du S&P 500, on pourrait arriver à un « bénéfice » théorique du S&P 500 de 37.52\$, ce qui valoriserait cet indice à 635 (17,94 x 37.52) contre un niveau actuel de 895. On notera en plus que la visibilité restera faible et de nouveaux ajustements à la baisse ne sont pas à exclure. En outre, les bilans n'ont pas encore été totalement purgés des survaleurs d'acquisitions et autres nécessaires dépréciations d'actifs, alors que de nombreuses sociétés restent exposées à la sous-capitalisation de leurs fonds de pension. De nouvelles provisions exceptionnelles risquent fort d'être passées l'an prochain. « Le handicap des Etats-Unis quant à l'évolution de l'actif net des entreprises va durer tant que la totalité des moins-values n'aura pas été identifiée et amortie, soit pendant encore au moins quatre à cinq trimestres », souligne Patrick Artus, responsable des études économiques chez CDC Ixis Capital Markets. Ces objectifs ne sauraient bien évidemment pas tenir compte des risques liés à une guerre en Irak, à une éventuelle multiplication des attentats en Europe ou aux Etats-Unis ou à la découverte de nouvelles fraudes comptables.

## ■ EUROPE

### ■ Les méandres d'une Europe à vingt-cinq

L'élargissement de l'Union européenne à dix nouveaux pays va apporter à l'UE quelques problèmes de taille. Les régimes de transition négociés avec les pays candidats, pour échelonner dans le temps l'application de certaines règles, permettent d'en dresser une première liste. Les offres ponctuelles d'argent proposées par l'Europe dans la dernière ligne droite, pour compenser les lacunes les plus sensibles, en définissent une deuxième.

Dans cette dernière catégorie, la « facilité Schengen » a valeur de symbole. Avant de pouvoir

intégrer l'espace Schengen et de voyager sans passeport à travers l'Europe, les postulants devront assurer la sécurité des 4.598 kilomètres qui constitueront désormais les nouvelles frontières extérieures de l'Union. A raison de 114,782 euros par kilomètre (chef-d'œuvre de calcul des bureaucrates bruxellois), les huit candidats « continentaux », hors Chypre et Malte, se partageront à ce titre 745,3 millions d'euros pendant trois ans. Cette rallonge de dernière minute va leur permettre d'accélérer les préparatifs coûteux en matériel et en ressources humaines. Pour les Quinze, il y va de la sécurité intérieure, que des frontières poreuses mettraient en péril. Le même raisonnement vaut pour les 227,4 millions d'euros proposés à la Lituanie et à la Slovaquie pour mieux prendre soin de leurs centrales nucléaires vétustes de facture soviétique, des bombes en puissance qui, d'un jour à l'autre, se trouveront sur le territoire de l'Union.

Côté dérogations temporaires, la mesure phare qui a été dictée aux pays candidats (celle qu'ils contestent le plus) concerne l'échelonnement des aides agricoles. Il leur faudra attendre 2013 pour toucher le même niveau de subsides dont bénéficient aujourd'hui les paysans des Quinze. Difficile de trouver meilleure illustration des problèmes que pose l'intégration d'une agriculture surannée, en Pologne notamment. De même, l'Allemagne et l'Autriche, situées à la lisière des « nouveaux pays », ont exigé une période de transition de sept ans avant de devoir accepter sur leur marché du travail un Tchèque ou un Hongrois dans les mêmes conditions qu'un Italien.

Les candidats ont obtenu à leur tour des exceptions, là aussi limitées dans le temps, à l'application intégrale de l'acquis communautaire, les quelque 80.000 pages de lois valables partout en Europe. Exemple: le savant échelonnement appliqué au droit des étrangers de librement acheter des terres agricoles. Les Polonais espèrent ainsi tempérer l'appétit prêté, à tort ou à raison, aux descendants des junkers allemands, de récupérer à bas prix leurs anciennes possessions en Poméranie.

Au-delà des marchandages souvent lourds de sous-entendus, l'élargissement se solde pour les Quinze par un problème politique lourd: comment va-t-on prendre les décisions si on doit encore voter à l'unanimité ? Il y a là une source de difficultés que devra tenter de résoudre l'équipe chargée de la rédaction d'une nouvelle convention européenne.

## ■ JAPON

Bien qu'à un niveau historiquement bas, la Bourse de Tokyo reste réservée aux spéculateurs, compte tenu des problèmes structurels de l'économie. Sauf miracle, le Kabuto Cho connaîtra en 2002 sa douzième année de baisse. Depuis janvier, le Nikkei 225 est en recul de 20.2 %. Après avoir cassé le support symbolique des 10 000 points en septembre, l'indice a franchi à la baisse la barre des 9 000 points en octobre, retrouvant ainsi son niveau de 1983. Pour nombre d'investisseurs, la question n'est plus de savoir quand revenir sur le marché japonais, mais plutôt s'ils pourront y revenir un jour ! La crise déflationniste et celle du système bancaire semblent tellement insurmontables pour les pouvoirs publics, rendus impuissants par le système politique, que l'on se demande si l'économie s'en sortira. Mais tout n'est pas noir au pays du Soleil-Levant. « Il ne faut pas trop se fier à la chute des indices, qui comportent beaucoup de sociétés affichant des cours de faillite », estime Christian Bergault, président de la société de gestion Asiagest. Beaucoup de sociétés ont réalisé cette année d'excellentes performances, comme Nissan Motor (+ 33 %), Mitsubishi Electric (+ 37 %) ou Olympus Optical (+ 33 %). Sur l'exercice qui sera clos en mars prochain, la croissance économique pourrait atteindre 1,2 %, après - 1,8 % en 2001. La croissance est bien repartie depuis janvier grâce aux exportations. En outre, les entreprises qui se sont fortement restructurées l'an dernier devraient voir leurs profits décoller sur l'exercice en cours. Mais de graves problèmes structurels demeurent, à commencer par celui des créances douteuses des banques (évaluées à plus de 400 milliards de dollars). Le plan Takenaka (ministre de l'Economie) prévoit des mesures radicales pour les apurer, telles que la recapitalisation des banques par l'Etat ou l'encadrement du crédit. Mais ces mesures risquent d'entraîner des centaines de faillites de sociétés. De plus, les dirigeants des grandes banques, redoutant des nationalisations, freinent toute intervention de l'Etat. Pour aider les banques à se débarrasser d'une partie de leurs portefeuilles d'actions, la Banque du Japon (BoJ) a indiqué qu'elle rachèterait entre 20 et 50 milliards de dollars de titres. Enfin, un plan de lutte contre la déflation devrait être présenté en janvier dans le cadre du budget 2003-2004.

# Bourses

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

## ■ PHOBIE DE L'AMIANTE

L'amiante n'a pas fini d'empoisonner les entreprises. Chaque semaine charrie son lot de sociétés accusées d'avoir exposé leurs travailleurs ou le grand public à cette substance cancérigène. En France, Saint-Gobain a mis le feu aux poudres en annonçant, fin juillet, une provision de 100 millions d'euros en 2002, en raison de litiges dus à l'amiante aux Etats-Unis. Depuis, son action a chuté de 35 %. Cette sanction reflète une inquiétude légitime des investisseurs, compte tenu des ravages provoqués par la fibre blanche sur l'industrie américaine. Au cours des vingt dernières années, une soixantaine de groupes américains se sont ainsi placés en faillite pour se prémunir de toute indemnisation, devant le nombre trop important des plaintes. ABB pourrait faire de même avec sa filiale américaine, sous le coup de plus de 100 000 demandes de dédommagement ! Sauf s'il parvient à régler à l'amiable ces litiges, ce qui pourrait lui coûter la bagatelle de 1,1 milliards de dollars. Dans ces conditions, l'effolement du marché n'est pas étonnant. Mais toutes les sociétés ne courent pas les mêmes dangers.

Pour appréhender ce « risque amiante », il convient de distinguer les Etats-Unis, où la situation est ubuesque, de l'Europe. Outre-Atlantique, la majorité des plaintes n'émanent pas de personnes infectées par l'amiante, mais d'individus qui estiment y avoir été potentiellement exposés ! « 95 % des plaignants ne sont pas et ne seront sans doute jamais malades », souligne Philippe Crouzet, directeur général de Saint-Gobain. Cela ne les empêche pas de se réunir dans les « mass claims ». Cette technique bien rodée des avocats, qui a fait ses preuves lors, notamment, des procès contre les géants du tabac, consiste à lancer une procédure regroupant plusieurs milliers de plaignants. « Dans ces milliers de cas, 5 % sont réellement malades, mais l'ensemble du groupe reçoit des indemnités », explique un analyste de Dexia Securities. Le montant des réparations est variable : jusqu'à 5.500 dollars par recours, en cas de règlement à l'amiable, mais 1 million de dollars à l'issue d'un procès. Une situation qui encourage les litiges. « Entre 500.000 et 2,4 millions de plaintes pourraient être lancées dans les prochaines années, coûtant au moins 210 milliards de dollars à l'industrie », selon le cabinet d'études américain Rand.

Ces perspectives font froid dans le dos pour les sociétés européennes impliquées aux Etats-Unis : comme le géant helvético-suédois ABB, le britannique Hanson, l'irlandais CRH ou même, dernièrement, le suédois Ericsson. D'autant qu'il est difficile d'évaluer le nombre de litiges à venir et donc le coût réel pour les entreprises. Merrill Lynch estimait, fin septembre, que l'amiante pourrait coûter entre 2 et 11 milliards de dollars à Saint-Gobain ! Soit entre 6 et 33 euros par action. Ce manque de repères explique la nervosité des investisseurs à l'égard du français qui était sous le coup de 30.000 nouvelles plaintes aux Etats-Unis en juin dernier. Pourtant, en dépit de ces sombres perspectives, la baisse de l'action semble exagérée. « 4,5 milliards d'euros de capitalisation envolés pour 100 millions de provisions, la note est salée », déplore un analyste. Le marché semble, en effet, oublier un élément essentiel : les produits de Saint-Gobain ne sont pas entrés en contact avec le grand public. « Cela explique notamment que le coût moyen de règlement par litige aux Etats-Unis ait été de 1.700 dollars pour le groupe français en 2001, contre plus de 6.000 dollars pour ABB, assigné par des réparateurs de chaudières », souligne-t-on chez Dexia Securities.

Face à cette situation, l'Europe fait figure de havre de paix. Certes, le risque sanitaire et économique est également considérable. Mais, pour des sociétés uniquement impliquées dans des procédures en Europe, le danger semble aujourd'hui limité, puisque le risque est mutualisé et notamment couvert par l'assurance maladie. Le climat de suspicion qui règne autour de nombreuses entreprises a donc moins lieu d'être. L'action Lafarge, par exemple, est sous pression depuis que certains de ses concurrents ont annoncé leur exposition à l'amiante. Pourtant, le géant des matériaux de construction n'a jamais passé de provisions à ce sujet et il se déclare hors de risque tant au sein de ses activités historiques que de celles de l'ex-Blue Circle. De son côté, Valeo a provisionné 16 millions d'euros dans ses comptes 2002 pour couvrir les risques liés à l'amiante. Si l'équipementier automobile a, dans le passé, utilisé ce matériau, aucun produit contenant de l'amiante n'a été fabriqué ni vendu en Amérique du Nord.

## ■ ABB (ABBN – Zurich) – Conglomérat – 4,37 CHF

### ■ Profil

Fondé en 1988, ABB est un des leaders mondiaux de la production et de la commercialisation de biens d'équipement industriels.

Le chiffre d'affaires (CA) se répartit comme suit :

- services aux collectivités (20%). ABB propose une gamme de produits, systèmes et services destinés essentiellement aux fournisseurs d'eau, d'électricité et de gaz ;
- automatisation (18%) : n°1 mondial ;
- industries manufacturières et biens de consommation (17%). Le groupe s'adresse notamment aux secteurs de l'automobile, du BTP, de l'agroalimentaire et des télécoms ;
- énergie (14%). ABB est le leader mondial du marché des équipements de transmission électrique (transformateurs, câbles, produits et sous-stations haute tension, réacteurs, etc.) ;
- pétrole-gaz-pétrochimie (12%) : raffineries, plates-formes pétrolières, usines, unités de production flottantes, compresseurs, etc.
- industries de transformation (12%) ;
- services financiers (7%).
- équipements de construction (24%) ;
- équipements de distribution électrique (11,5%).

Géographiquement, le CA se répartit comme suit: Europe (54%), Amériques (25%), Asie (11%), autre (10%).

### ■ Perspectives

Le récent rebond de l'action ne doit pas faire illusion. Le groupe helvético-suédois pâtit toujours d'une lourde dette. «Investir dans Asea Brown Boveri (ABB) ? Autant acheter un billet de loterie», plaisantait, il y a un mois, l'analyste d'une grande banque française. Un pari que la très influente famille suédoise Wallenberg a décidé de tenter. Son holding financier Investor a en effet doublé sa participation, à 10,8 %, dans le capital du géant spécialisé dans l'équipement industriel et les hautes technologies. Déjà, certains estiment qu'Investor ne devrait pas s'arrêter en si bon chemin et pourrait monter jusqu'à 15 %. Cette annonce a donné un nouveau coup de fouet à

l'action du groupe. Depuis son plus bas, touché fin octobre, le cours a été multiplié par 3,5. Mais, à 5 francs suisses, le titre chute encore de 70 % depuis le début de l'année. Les dirigeants d'Investor ont beau afficher leur confiance dans le potentiel d'ABB et dans la stratégie de la nouvelle direction, leur investissement est à haut risque. Certes, le spectre de la faillite semble s'éloigner quelque peu. ABB multiplie les cessions et pourrait bientôt obtenir une nouvelle ligne de crédit de 1,5 milliards de dollars. Mais le groupe ploie toujours sous une dette astronomique. A la fin 2002, elle pourrait atteindre 5 milliards de dollars, soit plus de deux fois les fonds propres. Deuxième inquiétude majeure : l'amiante. Une de ses filiales américaines est en effet confrontée à 110.000 plaintes. Conséquence, la société a déjà provisionné 1,1 milliards de dollars cette année, somme jugée insuffisante par la communauté financière. Troisième défi pour la direction : mener à bien la réorganisation. Dans ce domaine, Jürgen Dormann, le nouvel homme fort d'ABB, a déjà fait ses preuves, en menant une profonde restructuration lors de la fusion entre Hoechst et Rhône-Poulenc. Il utilise les mêmes recettes chez ABB : suppression de plus de 10.000 emplois dans les dix-huit prochains mois et redéploiement du groupe en deux branches, l'énergie et l'automation. Son objectif : être plus petit et plus rentable. Un comble pour un groupe qui a réalisé plus de 160 acquisitions en six ans ! Reste que, selon bon nombre d'analystes, ces mesures seront insuffisantes pour permettre au groupe d'atteindre ses objectifs : croissance annuelle de 4 % du chiffre d'affaires entre 2003 et 2005 et doublement de la marge opérationnelle, à 8 %, d'ici à 2005. D'autant que, de l'aveu du patron d'ABB, aucune reprise de ses marchés n'est à attendre à court terme.

### ■ Commentaires

On restera à l'écart de cette valeur en attendant un éclaircissement de la situation et ce d'autant plus que les sociétés de notation comme Standard and Poor's ont réduit le rating des obligations.

## ■ LA CHIMIE SOUS PRESSION

---

Incertitudes et nettoyage de bilan sont le quotidien des groupes chimiques. Un tableau plutôt sombre... avant une éclaircie en 2003 ?

Selon l'Union des Industries Chimiques (UIC), l'exercice 2002 devrait s'avérer médiocre pour l'ensemble du secteur avec, pour la France, un recul anticipé de l'activité d'environ 0,4% sur l'année. La chimie de spécialités (produits intermédiaires de substances actives intervenant dans la pharmacie et l'agrochimie) a été fortement pénalisée par la morosité de l'économie internationale. La demande de peintures, encres, colles, produits phytosanitaires baisse d'un peu plus de 1%. Celle de savons et détergents pourrait accuser un recul de 3%. En progression de 1.3%, la chimie de base (chlore, gaz comprimés, engrais, matières plastiques, ..), quant à elle, s'est mieux comportée que l'année précédente grâce, notamment, au restockage opéré en début d'année sur des produits comme les gaz industriels, les engrais, les pigments et les colorants, mais aussi suite à une bonne orientation du marché des plastiques et autres produits pétrochimiques.

### **Un secteur déprimé.**

Depuis deux ans, la persistance de conditions de marché extrêmement défavorables pour l'ensemble des activités chimiques a largement contribué à la baisse de la profitabilité des principaux acteurs du secteur. Ces derniers, pris en otages par la hausse des matières premières et de l'énergie, ont d'autant moins bien supporté le recul de leurs ventes qu'ils s'étaient lourdement endettés pour financer les nombreuses acquisitions réalisées en 1999 et 2000. Face aux problèmes rencontrés, la plupart des groupes européens ont mis en place des programmes visant à réduire le poids de la dette. ICI a procédé à une émission de titres au premier trimestre 2002. Clariant a, pour sa part, réduit le montant de son dividende. D'autres, comme Rhodia et DSM, ont réalisé des cessions. Grâce aux efforts consentis, certains groupes ont réussi à alléger

considérablement leur bilan. Le groupe helvétique Ciba est ainsi parvenu à réduire sa dette d'un peu plus de 5 milliards de francs suisses en 1998 à 1.8 milliards au 30 juin 2002.

### **Quelques signes prometteurs.**

L'horizon semble se dégager. Fin 2001, les prix des matières premières et de l'énergie avaient un peu baissé, donnant à l'ensemble du secteur une bouffée d'oxygène, qui s'est traduite par une amélioration des comptes de résultats pour le premier semestre 2002. Ainsi, parmi les 21 principales sociétés européennes référencées par Standard & Poor's, 16 ont vu leur marge opérationnelle se stabiliser ou augmenter sur la période, la palme revenant à BASF avec une progression de plus de 5% par rapport au semestre précédent. "Mais la tendance reste fragile" souligne Nicolas Baudouin, analyste crédit chez S&P, dans une note récente sur l'industrie chimique européenne. En effet, la faiblesse de la demande est toujours d'actualité et les prix des matières premières et de l'énergie ont repris le chemin de la hausse. L'incertitude affecte le marché des fusions-acquisitions. Alors que deux ans auparavant, l'effervescence était de mise en Europe, pas une seule opération d'envergure n'a encore eu lieu cette année. "2002 apparaît clairement comme une année de transition" constate Nicolas Baudouin.

Dans la perspective d'un redressement des marges et compte tenu des faibles valorisations boursières actuelles, le secteur pourrait, à moyen terme, retrouver la faveur des investisseurs à condition, bien sûr, que l'économie mondiale retrouve un peu de vigueur.

## ■ RHODIA (RHA – Euronext Paris) – Chimie – 7,60 EUR

### ■ Profil

Issu de la scission de Rhône Poulenc, Rhodia figure parmi les principaux groupes mondiaux de chimie de spécialités. L'essentiel du chiffre d'affaires (CA) se répartit comme suit :

Le chiffre d'affaires (CA) se répartit comme suit :

- spécialités pour produits de consommation (30%) : phosphates alimentaires (n° 1 mondial), hydrocolloïdes et tensioactifs ;
- polyamides (19%) : 2e producteur mondial (plastiques, fils et fibres techniques) ;
- spécialités industrielles (16%) : A partir de silice, silicone et latex, Rhodia développe des produits destinés notamment à l'automobile et au BTP ;
- chimie organique fine (15%) : ingrédients pharmaceutiques (1er producteur mondial d'aspirine et 2e producteur mondial de paracétamol), diphénols et arômes ;
- services et spécialités (14%) : spécialités dérivées de terres rares séparées (Electronics & Catalysis), traitement des déchets et eaux (Eco Services) et fabrication de câble acétate destiné aux filtres à cigarettes (Acetow).

Géographiquement, le CA se répartit comme suit : France (31%), Europe (26%), Amérique du Nord (22%), Amérique du Sud (13%) et autre (8%).

### ■ Perspectives

Aventis rachète les obligations échangeables en actions Rhodia, avant de se désengager de sa filiale. Aventis a les mains libres pour céder sa participation dans Rhodia. Il rachète, en effet, les obligations échangeables en actions du chimiste de spécialités, à raison de 1 pour 1. Or un fossé sépare la valeur nominale de l'obligation (23,22 euros) du cours actuel de Rhodia, proche des 8 euros, rendant l'échange peu attrayant. Le laboratoire aurait donc dû rembourser ces titres de créances au pair à l'échéance (octobre 2003). Il devance l'appel en offrant jusqu'au 6 décembre une prime de 1,65 % sur la valeur actuelle des obligations, soit un prix de 23,74 euros. Du coup, Aventis ne sera plus tenu de garder une

participation correspondante en actions Rhodia (25,2 %) pour faire face à un éventuel échange. Il pourra donc les céder comme bon lui semble. Parmi les possibilités, une cession de ces titres sur le marché paraît peu probable. Elle ne manquerait pas de peser lourdement sur le cours de Rhodia. Reste la vente à un chimiste. Mais, depuis l'échec d'une reprise du groupe par le néerlandais DSM en décembre 2001, les candidats éventuels ne seraient pas légion. La meilleure solution resterait la vente du bloc en intégralité ou en partie à un fonds d'investissement, voire aux salariés, avec en tête de file le président de Rhodia, Jean-Pierre Tirouflet. Les trublions, Hughes de Lasteyrie, Edouard Stern et le Groupe Bruxelles Lambert, détenteurs à eux trois d'un peu plus de 10 % du capital du chimiste, pourraient saisir l'occasion de se désengager. Ces conjectures ont logiquement relancé les spéculations sur le titre Rhodia, qui pourrait être vendu à un prix voisin de 15 euros, correspondant à la valeur unitaire des titres inscrite au bilan d'Aventis selon les calculs des analystes. Mais les qualités fondamentales du chimiste de spécialités font ressortir une valorisation nettement plus faible. Quant à Aventis, l'annonce du remboursement anticipé n'a ni dopé ni affecté l'action : l'impact sur l'endettement du groupe serait en effet neutre. Une autre nouvelle a, en revanche, plombé le cours : la prochaine commercialisation de la version sans ordonnance (à un prix inférieur) du Claritin, qui pourrait, selon certains, affecter sensiblement les ventes d'Allegra, antihistaminique vedette du groupe.

### ■ Commentaires

Toutes ses rumeurs d'opérations donne un caractère spéculatif à l'action Rhodia. Et c'est à ce titre de « spéculatif » que nous conseillons de conserver cette valeur, sans ignorer les danger qui pèsent sur ce secteur.

## ■ SECTEUR DES JEUX VIDÉO

---

Activision, l'un des principaux éditeurs de jeux vidéo aux Etats-Unis et Game Group, l'un des plus grands distributeurs de jeux en Angleterre, a révisé en baisse ses estimations sur l'année afin de prendre en compte

- 1) la faiblesse des ventes des consoles Gamecube de Nintendo et Xbox de Microsoft ainsi que de leurs jeux associés et
- 2) la plus forte sélectivité des consommateurs (recherche de titres AAA).

Parallèlement, Take Two Interactive, a révisé en hausse ses prévisions sur l'année en cours en raison

du succès incontesté de son jeu de Mafia (GTA Vice City).

Il existe un risque de marché pour les éditeurs fortement exposés aux consoles Gamecube et Xbox, et sous exposés à la console PS2 de Sony (dont les ventes sont en ligne avec les attentes). Par ailleurs les éditeurs dont le fond de catalogue est trop important (manque de titres AAA) risquent aussi de souffrir de la sélectivité accrue des distributeurs.

Cependant ces risques sont connus et il n'y a donc pas lieu à revoir à la baisse les estimations sur Ubi Soft et Infogrames.

## ■ INFOGRAMMES (IFG - Euronext Paris) – Jeux Vidéo – 2,88 EUR

---

### ■ Profil

Infogrames Entertainment est le premier éditeur de jeux européen devant Vivendi Universal Games, Ubi Soft Entertainment, Eidos et Titus.

Le groupe emploie 1800 personnes et, depuis l'acquisition des sociétés américaines GT interactive et Hasbro Interactive, réalise la moitié de son chiffre d'affaires (CA) aux Etats-Unis.

Des franchises originales et internationales

Les franchises d'Infogrames se divisent

- en franchises originales comme Driver, Alone in the Dark, V-Rally, Unreal Tournament, Test Drive, Roller Tycoon, Civilization, Grand Prix et
- en franchises internationales comme Looney Tunes, Mission Impossible, Men In Black, Superman, Godzilla, Nascar.

Le groupe dispose de la taille critique, d'une dimension internationale, d'un réseau de distribution global, éléments qui lui confèrent le statut d'acteur majeur dans le panel mondial des éditeurs de jeux.

Par format, les ventes se répartissent de la façon suivante : CD-Rom (49%), Playstation II (23%), Playstation I (14%), Game Boy (9%), Xbox (4%) et autres (1%).

Au plan géographique, le CA se répartit comme suit: Etats-Unis (61,4%), Europe (38,6%) et Asie (4%).

### ■ Perspectives

Le groupe a confirmé, au vu des ventes de Noël, son objectif de 880 millions d'euros de chiffre d'affaires pour l'exercice en cours (clôture fin juin 2003), soit une hausse de 14,5 %. Autre objectif : réduire la dette (536,7 millions d'euros) dont les échéances se rapprochent.

Au cours de l'assemblée générale de mi-décembre, le groupe a, sans surprise réitéré ses prévisions de chiffre d'affaires (CA) annuel à savoir une croissance estimée à 20% à taux de change constants et de 14% en intégrant l'effet négatif des devises, soit une prévision de CA 2002-03 de € 880 millions. Mais le plan de restructuration ne sera pas suffisant pour que le groupe puisse dégager les cash-flows nécessaires au remboursement de ses deux emprunts convertibles arrivant à échéance en juillet 2004 (125 M€) et juillet 2005 (309,1 M€). Le groupe devrait, dans les mois à venir, rapatrier ses activités stratégiques aux Etats-Unis et ne conserver que la distribution en Europe

### ■ Commentaires

Au vu du plan de restructuration insuffisant, nous vendrions le titre s'il est en position. Sinon nous resterions à l'écart.

## ■ UBI SOFT (UBI – Euronext Paris) – Jeux Vidéo – 10,16 EUR

---

### ■ Profil

Ubi Soft Entertainment est le 3<sup>e</sup> éditeur européen de jeux vidéo et de contenu interactif.

Son activité repose sur la maîtrise de 3 métiers :

- développement de logiciels de loisirs interactifs (66% du CA). Ubi Soft développe et produit ses propres jeux au sein de ses 20 studios de développement interne. En 2000/01, le groupe a produit et co-produit 61 titres ;
- licences (31%). Le groupe exploite notamment les licences Dargaud, Disney Interactive, Sony Online Entertainment et Warner Bros ;
- distribution (3%). Présent dans 52 pays, Ubi Soft assure la commercialisation de ses propres produits ainsi que de ceux de plus d'une cinquantaine d'éditeurs tiers.

Par format, le chiffre d'affaires se répartit comme suit : consoles (66%), PC (27%) et autres (7%).

La répartition géographique du CA est la suivante: France (24%), Europe (44%), Amérique du Nord (27%) et Asie-Pacifique (5%).

### ■ Perspectives

Malgré les mauvais résultats du premier semestre, l'éditeur est confiant pour l'exercice 2002-2003. Les analystes le craignaient et la direction n'en faisait pas mystère : comme prévu, l'éditeur de jeux vidéo Ubi Soft est tombé dans le rouge (- 54,6 millions d'euros de résultat d'exploitation) au premier semestre de son exercice 2002-2003, qui sera clos le 31 mars. Toutefois, la dégradation est plus importante qu'attendue. Des investisseurs ont donc pris leurs bénéfices. Le trou d'air provient surtout du décalage intervenu dans le lancement de plusieurs jeux importants. En outre, comme pour l'ensemble du secteur, les ventes de septembre et d'octobre ont été pénalisées par le maintien au-dessus de la barre des 200 euros du prix des nouvelles consoles qui permettent d'utiliser les logiciels de jeux vidéo. Y a-t-il pour autant le feu à la maison des frères Guillemot, fondateurs et principaux actionnaires

de la société ? Non, car le second semestre devrait être bien meilleur en raison des lancements programmés de nouveaux produits. En particulier, à partir de mars 2003, celui de la troisième version du personnage fétiche d'Ubi Soft, Rayman, qui devrait représenter 1,3 millions de ventes. D'autres best-sellers, comme Splinter Cell, devraient atteindre 1,5 millions d'exemplaires écoulés, compte tenu des premières ventes. Ce calendrier crédibilise les prévisions d'activité (430 à 450 millions d'euros) et de résultat d'exploitation (35 à 40 millions) de la direction. L'éditeur de jeux vidéo devrait ainsi terminer l'exercice dans le vert (7,9 millions d'euros de résultat net, selon un analyste), à la différence de nombre de ses concurrents européens

### ■ Commentaires

Renforcer avec précaution car tout devrait se jouer dans le courant de ce dernier trimestre de l'année fiscale de la société. Il y a du potentiel de redressement, l'ensemble des observateurs estimant le potentiel d'amélioration comme important.

# 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 novembre 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, attendu selon nous à la fin du premier trimestre 2003.

Durant le mois de décembre 2002, la cellule de gestion de fortune a réalisé de nombreuses opérations de trading à court terme dans les portefeuilles des clients en gestion discrétionnaire. En voici quelques exemples :

- Achat de Silver Standard Ressources à 4,10 USD, revente à 4,59 USD le 6 décembre, soit une plus-value de 11,95 %, et revente à 4,63 USD le 14 décembre, soit une plus-value de 12,93 %.
- Achat d'Omega Pharma à 32,06 EUR, revente en perte à 25,15 EUR suite à l'exécution d'un stop loss fixée lors de l'achat de la valeur.
- Achat d'UCB à 27,02 EUR, revente à 29,93 EUR le 24 décembre, soit une plus-value de 10,76 % en 19 jours.

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.

## Primaire

### NOK

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
EIB	6%	07/02/04	AAA	102,02%	5,49%
NORDDEUT. LBK	5,75%	24/01/07	AA1	101,263%	5,39%

### SEK

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
LBK SCHL. HOLS.	4,5%	10/01/08	AA1	101,425%	4,17%

## Secondaire

### DKK

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
COPENHAGEN	4,5%	22/12/02-09	AA1	103,2%	3,96%

### EUR

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
EIB	5,125%	17/05/02-10	AAA	109%	3,70%

### NOK

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
DENMARK	5,75%	28/07/99-05	AAA	102,7%	4,59%

### SEK

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
STATKRAFT	6,125%	26/11/99-04	AAA	105%	3,39%

### USD

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
EUROFIMA	5,125%	02/08/02-12	AAA	107%	4,22%

# Agenda

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

## ■ Mardi 14 janvier 2003 : Séminaire

### Sujet : "Les stratégies de placement et application sur Leleux On Line"

Orateur : Monsieur Olivier Leleux – Administrateur délégué de Leleux Associated Brokers  
Monsieur Tom Verlinde – Chargé de Clientèle néerlandophone  
Lieu : Linkeroever  
Heure : 20 heures  
Langue : néerlandais  
Inscription : Madame Clara Stroobandt – Agent déléguée à Anvers Tel : 03/366.43.00

## ■ Mercredi 15 janvier 2003 : Séminaire

### Sujet : Analyse Technique

Orateur : Monsieur Olivier Leleux – Administrateur délégué de Leleux Associated Brokers  
Monsieur Frédéric Liefferinckx – Chargé de clientèle – spécialiste en analyse technique  
Lieu : Bruxelles  
Heure : 19 heures  
Langue : français  
Inscription : Monsieur Charles Monteyne - Chargé de Clientèle à Bruxelles Tel : 02/250.12.87

## ■ Mercredi 22 janvier 2003 : Séminaire

### Sujet : Analyse Technique

Orateur : Monsieur Tom Verlinde – Chargé de Clientèle néerlandophone  
Lieu : Bruxelles  
Heure : 19 heures  
Langue : néerlandais  
Inscription : Monsieur Tom Verlinde - Chargé de Clientèle à Bruxelles Tel : 02/250.12.84

# 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 décembre 2002.**