

Edito

Voici un nouveau mois de hausse qui s'achève pour les marchés boursiers européens. La Bourse de Frankfurt, elle-même très médiatisée ces derniers temps suite à son offensive sur la Bourse de Londres, est en queue du peloton, avec un indice DAX progressant de 2,15 %. Le maillot jaune des indices européens revient à Euronext Amsterdam, avec un AEX progressant de 3,69 %. Quant au BEL20, l'indice phare d'Euronext Bruxelles, il s'inscrit dans la moyenne avec une hausse de 2,41 %, lui permettant ainsi d'afficher une progression de 4,68 % depuis le début d'année. Il nous faut traverser l'Atlantique pour trouver une meilleure performance : la Bourse de Toronto distance ses homologues européens avec une hausse de 4,93 % sur le mois écoulé. La seule fausse note dans ce concert de bonnes nouvelles se situe aux Etats-Unis : ainsi, le marché américain des valeurs de croissance, le Nasdaq, a connu à nouveau un recul de 0,53 %, lui donnant une performance négative de plus de 5 % depuis le début de l'année. Au niveau mondial, toutes ces variations peuvent se résumer en une seule donnée : une progression de 2,02 % de l'indice MSCI World sur le mois écoulé.

Dans les marchés que nous connaissons actuellement, il est essentiel que l'investisseur particulier reste prudent. L'évolution des marchés boursiers ces dernières années nous l'a d'ailleurs douloureusement rappelé. Diverses techniques de protection de vos investissements existent, que ce soit dans

l'utilisation d'ordres stop loss ou dans la couverture de vos positions par l'acquisition de produits dérivés. Nos 60 chargés de clientèle restent à votre disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h pour parcourir avec vous votre portefeuille et vous aider à définir et à appliquer votre stratégie de placement. N'hésitez pas à les contacter.

La bonne tenue des marchés boursiers de ce début d'année n'a pas été l'unique bonne nouvelle pour les clients de Leleux Associated Brokers. En effet, nous avons eu le plaisir de vous annoncer au milieu de ce mois de février une nouvelle diminution des frais étrangers sur les opérations traitées sur près de onze bourses européennes (Copenhague, Helsinki, Stockholm, Oslo, Madrid, Zurich et Vienne) et de quatre marchés internationaux (Tokyo, Hong-Kong, Sydney et Toronto). Ces modifications tarifaires, qui représentent des diminutions variant entre 20 et 40 % sur les frais étrangers, constituent la septième diminution successive de nos tarifs au cours des quatre dernières années. Nous sommes heureux de pouvoir vous faire bénéficier dès aujourd'hui des résultats de notre recherche permanente de correspondants étrangers de qualité, aux coûts les plus bas possibles. N'hésitez pas à contacter votre chargé de clientèle pour de plus amples informations sur ces modifications tarifaires.

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

Sommaire	Devises	2
	Euro-Obligations	3
	Economies	4
	Marchés	5
	Analyse de Hewlett Packard	6
	Analyse de BNP Paribas	7
	Analyse de Crédit Agricole	8
	Analyse de Delhaize	9
	Analyse de Ahold	10
	Gestion de Fortune	11

Olivier Leleux
Administrateur
Délégué



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)	373,70	+3,69% ⁽¹⁾	+7,36% ⁽²⁾
BEL 20 (Belgique)	3.069,71	+2,41% ⁽¹⁾	+4,68% ⁽²⁾
CAC 40 (France)	4.019,50	+2,70% ⁽¹⁾	+5,19% ⁽²⁾
DAX (Allemagne)	4.346,46	+2,15% ⁽¹⁾	+2,12% ⁽²⁾
FTSE (G-B)	5.000,20	+3,05% ⁽¹⁾	+3,86% ⁽²⁾
SMI (Suisse)	5.931,80	+2,78% ⁽¹⁾	+4,19% ⁽²⁾
DJ Stoxx 50 (Europe)	2.901,42	+2,92% ⁽¹⁾	+4,56% ⁽²⁾
DJII (USA)	10.748,79	+2,47% ⁽¹⁾	-0,32% ⁽²⁾
NASDAQ (USA)	2.051,70	-0,52% ⁽¹⁾	-5,69% ⁽²⁾
TS 300 (Canada)	9.657,74	+4,93% ⁽¹⁾	+4,45% ⁽²⁾
NIKKEI (Japon)	11.658,25	+2,38% ⁽¹⁾	+1,48% ⁽²⁾
MSCI World	1.165,43	+2,02% ⁽¹⁾	-0,33% ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2004

Devises

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

Les chiffres clefs des devises

USD/EUR (USA)

0,76 -0,94%⁽¹⁾
+2,90%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,45 +0,44%⁽¹⁾
+2,43%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,72 -2,62%⁽¹⁾
+0,26%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,48%⁽¹⁾
-0,24%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 -0,01%⁽¹⁾
-0,07%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,65 +0,52%⁽¹⁾
+0,25%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,59 -0,17%⁽¹⁾
+3,11%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,61 -1,21%⁽¹⁾
-0,45%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,36 +1,07%⁽¹⁾
+2,03%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,25 +4,55%⁽¹⁾
+1,01%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,41 +1,27%⁽¹⁾
+1,11%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,41%⁽¹⁾
-0,51%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2004
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25 % par rapport à l'Euro

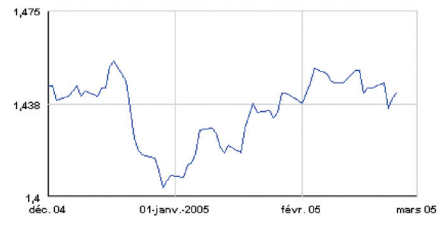
USD/EUR

Les marchés semblent souffrir de schizophrénie. A certains moments, leur attention est portée sur les déséquilibres fondamentaux de l'économie américaine, à d'autres, sur la croissance plus importante qu'attendue du moteur économique mondial. Tout cela se traduit par une volatilité accrue du dollar américain.



GBP/EUR

L'excellente situation économique de la Grande Bretagne renforce la croyance des marchés en un maintien des taux d'intérêt actuels par la Banque centrale britannique. La conséquence de cette attente est directe : la livre sterling est soutenue. Pendant ce temps, la courbe des taux reste plate.



CHF/EUR

La confiance des consommateurs helvétiques s'est nettement relevée le mois dernier et a même dépassé les attentes des analystes : la voilà à son plus haut niveau depuis trois ans. Les marchés ont particulièrement apprécié cette amélioration du moral suisse et le franc suisse en a fortement bénéficié.



NOK/EUR

La Banque Centrale Norvégienne a commenté positivement la situation économique du Royaume. La couronne s'est ainsi fortement appréciée durant la seconde moitié du mois de février après avoir touché un point bas à 0,1180. Une augmentation des taux d'intérêt n'est pas improbable.



JPY/EUR

La devise nipponne s'est affaiblie durant ce mois de février 2005. Les causes principales de cet affaissement sont à rechercher dans des prix du pétrole plus élevés et une croissance économique moins forte que prévue durant le quatrième trimestre 2004.



AUD/EUR

Le dollar australien a un peu perdu de sa vigueur après sa belle progression du mois de janvier. Les analystes anticipent en effet que la Banque Centrale australienne va publier une croissance attendue plus faible. La bonne nouvelle que constitue une augmentation des taux semble déjà être assimilée dans les cours.



Euro-Obligations

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

La faiblesse des taux rend tout le monde mal à l'aise. Particulièrement Alan Greenspan, le président de la FED américaine, pour qui « la forte baisse des taux longs américains n'est pas compatible avec l'orientation haussière des taux courts ». Pour lui, c'est une énigme totale. Voilà qui est clairement exprimé. Pour d'autres, ce n'est pas si énigmatique que cela : si les taux sont bas, c'est parce que le reflet des fondamentaux est trouble. Il semble que le marché anticipe des jours moins glorieux : réduction des projections de croissance, liquidités très abondantes qui continuent d'affluer vers les obligations par manque d'alternatives, achats massifs de bons du trésor par les asiatiques. Ceci dit, Alan Greenspan a de la « voix », et quand il parle, beaucoup lui emboîtent le pas.

Il n'en fallait pas plus pour secouer la communauté mondiale obligataire. Dans la foulée, les taux européens ont repris un peu de couleur. Légère victoire donc sur le front des taux européens, où les rendements ont en point de mire la barre psychologique des 4%. Malheureusement, la hausse en Europe semble se faire d'avantage par sympathie et par

mimétisme que pour de véritables motifs économiques. La conjoncture européenne continue d'envoyer des signaux inquiétants, et l'espoir de voir la BCE procéder rapidement à une hausse des taux est ténu.

La nervosité bat son plein sur le marché obligataire. Une volatilité mise à profit par les émetteurs pour lever des fonds. C'est sans doute ce qui explique le succès de foule pour l'obligation française à 50 ans, un investissement d'un demi-siècle, retournant du 4,16% seulement, mais sursouscrite 3 fois quand même. Dans leur quête de rendement, les investisseurs sont invités à suivre d'autres pistes obligataires, toutes proportions gardées.

N'hésitez pas à consulter notre liste remise à jour en temps réel sur notre site internet www.leleux.be dans la rubrique intitulée Euro-Obligations, ou à contacter votre chargé de clientèle habituel. La liste qui vous est proposée est distribuée à titre exclusivement indicatif. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins et est sujette à changements.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

2,1630% +1,60 ⁽¹⁾ -0,10 ⁽²⁾

EUR (10 Ans)

3,7250% +17,80 ⁽¹⁾ +4,20 ⁽²⁾

USD (3 Mois)

2,6940% +22,60 ⁽¹⁾ +47,20 ⁽²⁾

USD (10 Ans)

4,2780% +14,60 ⁽¹⁾ +5,60 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2004 en points de base

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating
EUR	Volkswagen	4,875 %	10/03/2008	105,22	3,01	A-
EUR	Fortis Lux Finance	3,875 %	31/03/2015	98,940	4,01	N.R.
PLN	Vorarlberg Hypo	12,00 %	23/01/2006	105,25	5,79	AAA
PLN	Depfa Bank plc	6,250 %	24/02/2009	103,23	5,33	AA-
HUF	Rabobank Ned.	9,000 %	05/02/2007	103,96	6,74	AAA
HUF	EIB	6,500 %	27/01/2009	100,60	6,32	AAA
SEK	Deutsche Bahn	5,500 %	08/10/2008	107,85	3,15	A
DKK	City of Copenhagen	4,500 %	22/12/2009	106,55	3,01	AA
NOK	Rabobank Ned.	3,250 %	01/03/2010	98,650	3,55	AAA
GBP	BNG	4,625 %	07/12/2006	99,550	4,89	AAA
GBP	Rabobank Ned.	6,375 %	20/03/2009	104,89	5,01	AAA
NZD	Baden Wuerttemberg	6,500 %	26/11/2007	99,500	6,69	AA+
NZD	Eurofima	6,500 %	21/10/2010	98,880	6,73	AAA
AUD	Dekabank	6,000 %	02/03/2009	99,770	6,07	AA
AUD	Total Capital sa	5,750 %	25/02/2011	98,410	6,07	AA
CAD	Total Capital sa	4,000 %	08/12/2010	99,800	4,04	AA
CAD	Council of Europe	5,250 %	27/02/2012	105,95	4,25	AAA
ZAR	Norddeutsche LDBK	10,25 %	24/01/2006	102,11	7,68	A+
ZAR	EIB	8,500 %	12/12/2007	103,64	7,00	AAA
USD	Nestle	4,750 %	22/01/2007	101,96	3,66	AAA
USD	Dexia Municipal Ag	4,500 %	04/03/2015	98,540	4,69	AAA

Economies

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

■ Etats-Unis

Une question fondamentale est posée aux économistes et aux banquiers centraux : des taux d'intérêt américains plus élevés suffiront-ils à compenser les déséquilibres économiques fondamentaux et permettront-ils dès lors au dollar d'enrayer son mouvement à la baisse ? Du côté européen, il est peu probable que la BCE annonce une hausse des taux d'intérêt à court terme. Cette différence des taux à court terme entre les deux rives atlantiques pourrait dès lors constituer un soutien pour le dollar. Les taux à long terme sont quant à eux tout aussi importants. Le dollar dispose ici d'un avantage comparatif d'environ 50 points de base. Pourquoi cet avantage de taux est-il dès lors insuffisant pour soutenir à lui seul le dollar ?

Nous voyons cette différence de taux comme une prime de risque plus importante exigée par les investisseurs pour les déséquilibres économiques aux Etats-Unis. Cette interprétation a d'ailleurs été confirmée par le gouverneur de la Banque Centrale Sud-Coréenne. Celle-ci a ainsi annoncé récemment qu'elle donnerait désormais plus de poids à des actifs non libellés en dollar américain (comme par exemple en livre sterling ou en dollar canadien) pour ses nouveaux investissements et qu'elle rechercherait des actifs qui lui «procurent des rendements plus élevés». Cette déclaration prouve si besoin en était que les taux d'intérêts américains actuels ne compensent pas le risque sur le dollar. La Banque Centrale Sud Coréenne, avec des réserves internationales d'une valeur totale de 200 milliards de dollars, est la quatrième plus grande Banque Centrale, avant la zone Euro, qui elle dispose de 180 milliards de dollars. Nous interprétons les annonces de la Banque Centrale Sud-Coréenne comme un signal et un appel à des taux d'intérêt américains plus hauts. L'impact direct d'un dollar bas pour les investissements sud-coréens reste cependant assez limité dans ce gigantesque marché international des changes.

La décision du 22 février dernier de créer une organisation Asiatique, le «Asian Bellagio Group¹», nous semble plus importante que la déclaration sud coréenne. Ce nouveau groupe a pour objectif de stabiliser les cours des devises de la zone. Nous nous attendons à ce que ce groupe devienne en premier lieu une amicale améliorée pour se plaindre collectivement de la pression constante du dollar sur les économies de

la région. En effet, plusieurs pays asiatiques soutiennent leur économie en liant leur monnaie au dollar. Grâce à une croissance économique constante et à une forte augmentation des réserves financières de ces pays, leurs taux de change sont dès lors sous-estimés. Ces pays se rendent compte que la liaison de leurs devises au dollar est intenable à long terme. Leur salut réside dans une baisse en douceur du dollar. En même temps, il paraît évident que l'avantage compétitif des pays asiatiques est surtout basé sur des salaires bas et un climat favorable à l'entrepreneuriat. Une monnaie forte ne changerait donc pas fondamentalement la position concurrentielle de ces pays.

En ce qui concerne l'économie américaine, les indicateurs de confiance de l'industrie, du secteur des services et de la consommation, sont en léger recul par rapport aux prévisions des analystes. Par contre, ces indices se trouvent encore toujours à un niveau relativement élevé. Il n'est donc pas encore question d'un quelconque malaise chez les agents économiques du moteur de l'économie mondiale.

■ Zone Euro

Suite à une diminution de l'activité économique en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, la croissance économique du quatrième trimestre dans la Zone Euro est restée en dessous des attentes, soit 0,2% au lieu de 0,4%. Vu que 20% de l'activité européenne est réalisée par les exportations, le dollar faible semble bien avoir eu une influence négative sur l'économie européenne. L'indice des prix des consommateurs était légèrement plus bas que prévu, soit 2,1% au lieu de 2,2%. La Banque Centrale Européenne n'a donc pas ni raison, ni excuse pour relever ses taux d'intérêt. A court terme, cette stabilité des taux européens pourra donc être un soutien pour le dollar américain.

■ Japon

En tant que grand importateur de pétrole, l'économie japonaise a souffert du prix élevé du pétrole. L'activité économique a diminué de 0,1% durant le quatrième trimestre 2004. L'indice de confiance des consommateurs est resté stable durant le mois de janvier et s'est bien remis de son malaise du mois de décembre.

¹ Le "Asian Bellagio Group" a été appelé ainsi en reprenant le Group Bellagio de l'époque qui avait été créée dans les années 60. Ce groupe était le précurseur (plus académique) de l'Union Monétaire Européenne.

Marchés boursiers

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

■ DJ Stoxx 50

Les valeurs pharmaceutiques et pétrolières ont à nouveau pris le pas le mois dernier et ont poussé l'indice européen à la hausse. Du côté des valeurs perdantes, aucune valeur ne s'est réellement démarquée. Le DJ Stoxx 50 termine donc février 2005 par une hausse de 2,92 %.



■ Nikkei 225

Au Japon, les valeurs technologiques ont soutenu l'indice phare de la bourse de Tokyo, qui enregistre une progression de 2,38 % durant le mois de février. Du côté des valeurs à la baisse, la valeur Softbank sort du lot des 225 valeurs composant l'indice nippon.



■ S & P 500

L'indice reprenant les 500 plus grandes capitalisations boursières américaines a été principalement soutenu en février par les valeurs pétrolières et Pfizer et Merck. Après le versement de son dividende, Microsoft s'est maintenu dans sa tendance baissière.



■ FTSE 100

A l'instar de l'indice européen DJ Stoxx 50, l'indice britannique reprenant les 100 plus grandes capitalisations du marché londonien a été porté par les valeurs pharmaceutiques et pétrolières. Le principal perdant durant le mois dernier a été HBOS, souffrant d'une baisse de recommandation de la part de JP Morgan.



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Nouvelles créations de postes de travail (hormis l'agriculture)	225.000	146.000	04/03
USA	Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	94,5	94,2	04/03
USA	Balance commerciale	n/a	- \$56.4 Md	11/03
USA	Importations nettes de capitaux	n/a	\$61.3 Md	15/03
EU	Attente de croissance économique de la zone Euro	n/a	36,0	15/03
USA	Taux d'utilisation de la capacité de production	n/a	79,0%	16/03
EU	Production industrielle de la zone Euro	n/a	0,5%	17/03
USA	Indice des prix à la production sans l'énergie (PPI)	n/a	0,3%	22/03
USA	Décision sur les taux de la FED	2,75%	2,50%	22/03
USA	Indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (CPI)	n/a	0,1%	23/03
USA	Produit National Brut (PNB)	3,7%	3,1%	25/03
USA	Dépenses personnelles	0,1%	0,8%	28/03
EU	Indice de confiance des consommateurs de la zone Euro	-5	-5	28/03
EU	Indice de confiance des producteurs de la zone Euro	-13	-13	28/03
EU	Indice des prix à la consommation de la zone Euro (CPI)	-0,5%	0,4%	28/03

Analyses de valeurs

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

■ HP (HPQ - NYSE) - Produits technologiques et services - 20,24 USD

■ Profil

Hewlett-Packard est un producteur mondial d'infrastructures informatiques, de systèmes d'entreposage d'information, d'imprimantes, de systèmes de visualisation et de services informatiques. Après la reprise de Compaq en 2002, HP est devenu le producteur le plus important de PC et de serveurs.

Le chiffre d'affaires, qui s'élevait à 21,5 milliards de dollars, est réparti comme suit :

■ Imaging & Printing :	27%
■ Personal Systems :	31%
■ Enterprise Systems :	20%
■ HP Services :	18%
■ Autres :	4%

■ Perspectives

Lors de la reprise de Compaq en mai 2002, l'ambition de HP était de devenir l'acteur le plus important sur le marché des PC et des serveurs. Malgré le refus acharné des héritiers d'un des fondateurs de HP, le CEO de l'époque a réussi à faire accepter la reprise de Compaq. Quelques années et une démission plus tard, il semble bien que cette opération n'a pas rencontré le succès escompté. HP se bat désormais pour réaliser les synergies promises, alors que son concurrent Dell continue sa progression en interne et gagne des parts de marchés.

La marge opérationnelle des PC et Serveurs Business, dispersés sur les départements "Personal Systems" et "Enterprise Systems", ne représente que 1,6%. Les activités principales ("Imaging & Printing") ont par contre générés une marge de 15,4%. A titre de comparaison, ces marges représentaient en 2002 respectivement -2,7% et 16,4%. Le business des imprimantes a même pu se maintenir malgré une forte concurrence. Le chiffre d'affaires total du groupe, sans les effets positifs d'un dollar bas, a augmenté de 5% durant le dernier trimestre pour atteindre 21,5 milliards de USD.

Les espérances moyennes de bénéfice sont restées stables ces derniers mois.



■ Notre opinion

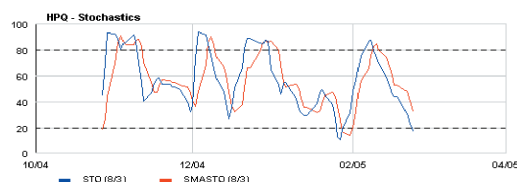
Il est possible que le nouveau CEO divise HP en rendant le département "Imaging & Printing" indépendant. Etant donné les prévisions de croissance du bénéfice du groupe, HP nous paraît légèrement sous-évalué. Le potentiel de restructuration ajoute encore une petite dose de spéculation. Au cours actuel, nous rentrons prudemment dans le marché.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	13,0 USD
Valeur Actif Net tangible :	6,1 USD
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,4
Ratio Cours / Bénéfice 2004 (PER) :	15,6
Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 :	13,4
Rendement dividende brut :	1,6%
Endettement :	16%
Prochains résultats :	17/5

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme est en passe de donner un signal de baisse, alors que les stochastiques se rendent vers la zone de sous-évaluation technique. L'investisseur attendra le retournement des stochastiques et du MACD pour tenter un trading entre 19,22 et 21,80 USD, soit une plus-value potentielle de 13,40%.



■ BNP PARIBAS (BNP - Euronext Paris) - Banques - 54,30 EUR

■ Profil

BNP Paribas est une des principales banques européennes. Le groupe est actif dans 3 domaines : le Corporate & Investment Banking, le Retail Banking et la Gestion de fortune (292 milliards d'Euros d'avoir en gestion). BNP Paribas compte 89.400 collaborateurs répartis dans 85 pays.

L'apport au bénéfice opérationnel en 2004 (6,5 milliards d'Euros) des différents départements se répartit comme suit :

■ Banque Retail en France :	22%
■ Banque Retail internationale :	25%
■ Corporate & Investment Bank :	38%
■ Gestion de fortune :	15%

■ Perspectives

Les résultats du quatrième trimestre 2004 ont fortement progressé par rapport aux chiffres de 2003. Le bénéfice brut a progressé de 11% pour atteindre 1,8 milliards d'Euros. Seule ombre au tableau des résultats de BNP Paribas : comme de nombreux analystes l'ont souligné, les provisions pour les créances douteuses ont été diminuées : celles-ci se situent à un tiers de leur niveau par rapport à l'année précédente. Elles sont ainsi à la base de l'augmentation de 34% du résultat d'exploitation. L'augmentation a surtout joué pour le département Corporate & Investment Bank. Alors que son résultat brut est resté stable, les provisions plus basses ont fait augmenter son résultat d'exploitation de 30% à 554 millions d'Euros. La branche Banque Retail internationale a également connu la même tendance avec une augmentation de 2% de son bénéfice brut et une augmentation de 18% de son résultat d'exploitation pour atteindre 496 millions d'Euros. Sur base annuelle, les revenus du groupe ont augmenté de 4,8% (grâce à une bonne maîtrise des coûts) et le bénéfice brut de 9,9%. Le dividende a augmenté de 38% pour atteindre 2 Euros.

Avec le plan « Vision 2007 », BNP Paribas veut se consacrer aux domaines qui développeront une croissance à moyen terme. L'accent se situe principalement sur la croissance organique de la branche Banque Retail en France et Corporate & Investment Bank. Dans la branche Gestion de fortune, BNP Paribas prévoit une croissance du chiffre d'affaire de 8% (4,5% provenant de nouveaux apports) et une croissance des coûts en dessous de 8%. Les prévisions moyennes de bénéfice sont restées stables ces 4 dernières semaines.



■ Notre opinion

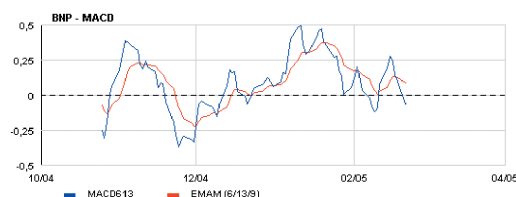
BNP Paribas est un groupe bancaire européen équilibré avec une activité de moyenne importance aux Etats-Unis (22% du portefeuille des crédits). La forte croissance (+38%) du dividende nous inspire la confiance. Le plan « Vision 2007 » est positif car il se base principalement sur la force intrinsèque du groupe (croissance organique). Au cours actuel, l'action BNP Paribas vaut la peine d'être achetée.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	36,2 EUR
Valeur Actif Net tangible :	26,2 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,5
Ratio Cours / Bénéfice 2004 (PER) :	10,4
Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 :	9,9
Rendement dividende brut :	3,7%
Endettement :	NA
Prochains résultats :	12/5

■ Analyse Technique

A très court terme, l'analyse technique de BNP Paribas ne nous incite pas à l'achat. Tant le MACD que les stochastiques sont orientés à la baisse. Après un retournement des stochastiques le 17 février suivi par un Golden Cross à la vente du MACD le 21 février, le cours continue à se diriger vers la limite inférieure des bandes de Bollinger, qui ne nous offrent qu'une volatilité réduite entre 54,10 et 56,36 EUR.



■ CRÉDIT AGRICOLE (ACA - Euronext Paris) - Banques - 22,58 EUR

■ Profil

Suite à la fusion avec le Crédit Lyonnais, le Crédit Agricole (CA) est devenu la plus grande banque française. Comme BNP Paribas, le Crédit Agricole est actif dans les domaines de la Banque Retail, du Corporate & Investment Banking et de la Gestion de fortune (399 milliards d'Euros en gestion). Il est également actif dans les services financiers spécialisés (Leasing, Factoring et Crédit aux consommateurs).

L'apport au bénéfice de l'entreprise pour le troisième trimestre 2004 des différents départements se répartit comme suit :

■ Banque Retail France - Banques régionales CA :	15%
■ Banque Retail France - CL :	16%
■ Banque Retail internationale :	8%
■ Services financiers spécialisés :	15%
■ Gestion de fortune :	28%
■ Corporate & Investment Banking :	32%
■ Holding :	-14%

■ Perspectives

Les résultats trimestriels de 2004 ont légèrement diminué de 0,3% pour atteindre 3,1 milliards d'Euros. Grâce à un contrôle efficace des coûts résultant en une diminution de ceux-ci de 2,3%, le résultat brut de la société a pu augmenter de 4,6% pour atteindre 0,9 milliards d'Euros. A l'instar de BNP Paribas, les provisions pour créances douteuses ont été diminuées de 58%.

L'intégration du Crédit Lyonnais (CL) est en avance sur le planning et va même encore être accélérée. C'est principalement le département Corporate & Investment Banking qui a connu la plus forte diminution des coûts au travers de réductions de personnel. Par conséquent, la contribution du département au bénéfice a fortement augmenté, soit une hausse de 52% pour atteindre 369 millions d'euros, et ce malgré la diminution du chiffre d'affaire de 16%. La branche Banque Retail CL a en revanche connu une diminution de son bénéfice brut de 7,4% pour atteindre 188 millions d'euros. Le chiffre d'affaire stable a été négativement influencé par des coûts légèrement supérieurs et surtout par des provisions pour créances douteuses plus importantes. Quant à la division Gestion de fortune, elle vient de connaître un assez bon trimestre et a pu, grâce à belle une contribution de la branche assurance vie, augmenter les avoirs en gestion de 9,9%, soit une hausse de 36 milliards d'euros.

Sur les 4 dernières semaines, les prévisions moyennes de bénéfice sont restées stables.



■ Notre opinion

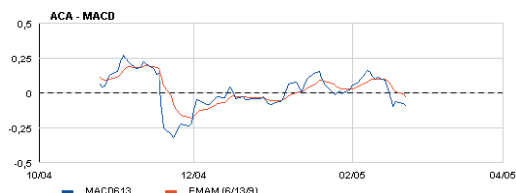
Par rapport à BNP Paribas, le Crédit Agricole est plus cher d'un point de vue valorisation. La croissance attendue du bénéfice est cependant bien supérieure, de sorte que cette surappréciation est justifiée. L'explication réside dans le fait que Crédit Agricole est toujours en train de digérer la reprise du Crédit Lyonnais. Nous regarderons avec attention les résultats du quatrième trimestre qui seront présentés le 9 mars.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	16,0 EUR
Valeur Actif Net tangible:	13,2 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,4
Ratio Cours / Bénéfice 2004 (PER) :	21,7
Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 :	14,3
Rendement dividende brut :	3,8%
Endettement :	NA
Prochains résultats :	9/3

■ Analyse Technique

Le MACD à court terme a réalisé un golden cross à la vente le 16 février dernier. Les stochastiques sont quant à eux passés en zone de sous-évaluation technique. Le cours s'est également rapproché de la limite inférieure des bandes de Bollinger. La volatilité est cependant faible pour un trading à court terme, les bandes de Bollinger se situant entre 39,05 et 40,89 EUR.



■ DELHAIZE (DELB - Euronext Brussel) - Distribution - 57,00 EUR

■ Profil

Delhaize est un groupe de distribution présent en Amérique du Nord (Côte Est), en Europe et en Asie du sud-est.

Le chiffre d'affaire sur le quatrième trimestre 2004 (4,5 milliards d'Euros) se répartit comme suit :

■ Etats Unis :	69%
■ Belgique :	23%
■ Europe centrale et du sud :	7%
■ Asie :	1%

■ Perspectives

Delhaize n'a pas attendu la publication de ses prochains résultats trimestriels concernant 2004 pour rendre public son chiffre d'affaire, qui a connu une baisse de 8,9 %. En termes réels, sans l'effet du dollar faible et de la semaine de vente supplémentaire aux Etats-Unis en 2003, le chiffre d'affaire du groupe aurait connu une croissance de 2,6%. D'un point de vue géographique, la croissance de son chiffre d'affaire s'est élevée à 0,3% aux Etats-Unis contre 1,7% en Belgique. Cette croissance du chiffre d'affaire moins importante que prévue aux Etats-Unis a déçu le marché. Cependant, les résultats d'un trimestre sont moins significatifs que ceux d'un exercice complet, d'autant plus que la filiale américaine du groupe, Delhaize America, connaît une croissance plus rapide que ses concurrents depuis le deuxième trimestre 2003. Nous nous attendons dès lors à ce que la croissance de Delhaize America suive à l'avenir au moins la même tendance que ses concurrents. Sur base annuelle, le chiffre d'affaire de Delhaize a augmenté de 1,5% aux Etats-Unis et de 2,2% en Belgique. Contrairement à la faiblesse de la croissance de son chiffre d'affaire, la marge opérationnelle de Delhaize est légèrement supérieure aux Etats-Unis avec 5,1% par rapport au 5 % qu'elle réalise en Belgique.

Aux Etats-Unis, le concordat de son concurrent direct, Winn-Dixie, peut avoir un impact négatif à court terme sur Delhaize America, mais est sans aucun doute positif à moyen terme. En effet, d'une part, Winn-Dixie peut restructurer sans devoir temporairement payer les charges d'intérêt et donc peut mieux concurrencer Delhaize America. D'autre part, Delhaize peut à son tour racheter des magasins de Winn-Dixie à de bonnes conditions et les intégrer dans son réseau.

Les prévisions moyennes de bénéfice sont restées stables ces derniers mois.



■ Notre opinion

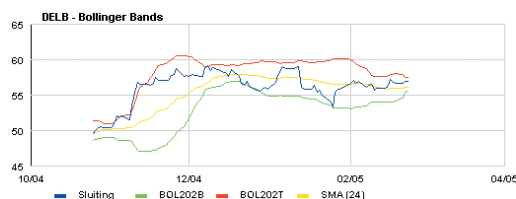
Investir en Delhaize reste avant tout un investissement dans les activités américaines du groupe. Jusqu'à la publication de ses résultats annuels le 10 mars prochain, nous ne nous attendons pas à de forts mouvements de son cours. Celui-ci pourrait cependant monter dans l'éventualité où la rentabilité de Delhaize America arriverait à surcompenser la faiblesse actuelle du dollar. Nous attendons donc la publication des résultats pour prendre de nouvelles positions.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	37,7 EUR
Valeur Actif Net tangible :	-5,1 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	1,5
Ratio Cours / Bénéfice 2004 (PER) :	20,3
Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 :	16,1
Rendement dividende brut :	1,8%
Endettement :	106%
Prochains résultats :	10/3

■ Analyse Technique

Les stochastiques et le MACD à court terme ont donné avec un jour de différence un signal d'achat à la mi-février. Les bandes de Bollinger se sont rétrécies entre 55,44 et 58,12 EUR, témoignant ainsi de la faible volatilité sur le titre dans l'attente des résultats annuels.



■ AHOLD (AH - Euronext Amsterdam) - Distribution - 6,67 EUR

■ Profil

Ahold est actif dans deux domaines de la distribution de nourriture : le commerce de détail en Europe (principalement aux Pays-Bas et en Europe de l'Ouest) et aux Etats-Unis, et la grande distribution aux Etats-Unis (US Foodservice).

Le chiffre d'affaire sur le quatrième trimestre 2004 (12,3 milliards d'Euros) se répartit comme suit :

■ Commerce de détail Etats-Unis :	43%
■ Commerce de détail Europe :	26%
■ Grande distribution Etats-Unis :	30%
■ Autres régions :	1%

■ Perspectives

En 2003, Ahold a dû reconnaître que les nombreuses reprises réalisées les années précédentes n'étaient pas aussi rentables que la société le laissait transparaître dans sa comptabilité, que certains ont qualifiée de « créative ». Aujourd'hui, Ahold a vendu la plupart de ses participations et tente d'améliorer la rentabilité des activités conservées. Le plus gros problème d'Ahold se situe aux Pays-Bas où elle a entamé une véritable guerre des prix avec Laurus. La situation est similaire aux Etats-Unis : US Foodservice, racheté en 2000, est la principale ombre au tableau, mais Ahold croit dans le grand potentiel de croissance de ce segment de marché. Cependant, durant le troisième trimestre 2004, US Foodservice a réalisé une marge opérationnelle, avant coûts de restructuration et charges d'intérêt, de seulement 0,3%. En 2003, la marge était même négative (- 1,1%). En comparaison, les activités du commerce de détail ont généré une marge positive respectivement de 1,9% et 3,5%.

Du fait des charges d'intérêt importantes, Ahold reste déficitaire. La perte nette sur le troisième trimestre 2004 a ainsi atteint 201 millions d'euros. Après investissements, le cash-flow opérationnel est également négatif, à 341 millions d'euros. Ahold a en effet 3,5 milliards de dette qui viennent à échéance en 2005 et en 2006. Sans une amélioration substantielle de son cash-flow, les obligations d'Ahold ne pourront pas être respectées. L'état actuel de ses liquidités, soit 2,8 milliards d'euros, ainsi que le fruit des ventes des filiales, soit 1,7 milliards d'euros, suffiront à peine. Ahold compte sur le fait que ses dettes à la fin 2005 seront à nouveau considérées comme solvables par

S&P et Moody's, ce qui permettrait à Ahold de renégocier une charge d'emprunt plus faible et donc d'améliorer son cash flow. Pour le moment, la notation de sa dette se situe deux niveaux en dessous de la notation « Solvable ». Selon les analystes, il existe de grandes chances qu'Ahold parvienne à se hisser d'un niveau.

Pendant ces 4 dernières semaines, les prévisions moyennes de bénéfice ont diminué de 13% (2004). Le marché est donc très sceptique pour une amélioration rapide de la situation.



■ Notre opinion

Du fait de sa restructuration, il nous paraît important de suivre l'évolution de la situation d'Ahold au jour le jour. Nous attendons les résultats définitifs du quatrième trimestre pour juger de la rentabilité d'Ahold. Dans l'attente, nous restons à l'écart du titre.

■ Analyse Fondamentale

Valeur Comptable :	3,1 EUR
Valeur Actif Net tangible :	1,1 EUR
Ratio Cours / Valeur Comptable :	2,1
Ratio Cours / Bénéfice 2004 (PER) :	56,5
Ratio Cours / Bénéfice estimé 2005 :	19,4
Rendement dividende brut :	0%
Endettement :	156%
Prochains résultats :	29/3

■ Analyse Technique

Les stochastiques ont donné le 22 février dernier un signal d'achat à court terme. Ce signal précurseur n'a cependant pas encore été confirmé par le MACD et les bandes de Bollinger. L'investisseur spéculatif surveillera dès lors ces indicateurs avant de tenter un trading entre 6,41 et 7,07 EUR, soit une plus-value potentielle de 10,29 %.

Gestion de Fortune

08 NEXT 100 +0,61 DOWJONES 30 +0,57 EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,2

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

- **Gestion défensive :**
 - 70 % en obligations
 - 20 % en actions à long terme
 - 10 % en actions à court terme
- **Gestion neutre :**
 - 60 % en obligations
 - 25 % en actions à long terme
 - 15 % en actions à court terme
- **Gestion offensive :**
 - 50 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 20 % en actions à court terme
- **Gestion agressive :**
 - 40 % en obligations
 - 30 % en actions à long terme
 - 30 % en actions à court terme

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

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

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

long terme de l'économie mondiale avec un risque mesuré. Leleux Invest Fund of Funds - World Equities est activement géré dans le but de délivrer une performance supérieure à l'indice de référence MSCI World (Morgan Stanley Capital Investment). La valeur de la part, émise à 100,00 EUR en novembre 2003, s'élève aujourd'hui à 109,06 EUR.

ALLOCATION DES ACTIFS		
	benchmark	fonds
actions	100%	1000%
cash	0%	0%

ALLOCATION DES ACTIFS PAR REGION/SECTEUR		
	benchmark	fonds
Europe	31,10%	36,60%
Am. Nord	55,80%	17,28%
Pac. & Em.	13,10%	29,88%
Secteurs	-	16,25%

PROFIL DE RISQUE : portefeuille très dynamique	
Risque de devise :	important
Risque de marché :	important
Degré de risque (1 à 5) :	5 (élevé)
Horizon de placement :	plus de 5 ans

PERFORMANCE					
Performance (%)	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Année en cours
Leleux Invest	0,91	4,77	8,04	1,89	0,91
MSCI Wld NTR (€)	1,55	3,75	3,36	3,97	1,55

TOP 5 des gestionnaires de fonds sélectionnés
State Street Emerging Markets
ING (L) Euro High Dividend
Raiffeisen Osteuropa Aktien
Vanguard European Stock Index
First State Asia Pacific

La partie « Actions à court terme » est gérée en fonction des valeurs fondamentales des sociétés et des signaux techniques apparaissant sur les cours de ces sociétés. L'objectif est de réaliser des plus-values limitées à très court terme sans prendre de risques inconsidérés. Nous restons actuellement en position sur le titre Nokia, à un cours moyen d'acquisition de 12,81 EUR.

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

■ Samedi 16 avril 2005

Salon de la VFB
(Vlaamse Federatie van de Belegingsclubs)

Lieu : Alpheusdal - Antwerpen-Berchem
 Heure : de 9h à 17h
 Renseignements : Agence de Bruxelles - Guido Cloetens - Tél : 02/250.12.13

32 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 250 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Boudewijnlaan, 137	Tél: +32 53 21 50 00
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 218 43 83
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 322 69 14
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 366 43 00
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 28 36 20
BRUGGE	Mallebergplaats, 1	Tél: +32 50 34 00 00
COUVIN	Faubourg Saint-Germain, 37	Tél: +32 60 45 69 66
GENT	Kouter, 12	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 21 93 70
JUMET	Chaussée de Bruxelles, 211	Tél: +32 71 34 11 33
KNOKKE	Dumortierlaan, 141	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 29 29
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 22 19 08
LEUVEN	Leopold I Straat, 5	Tél: +32 16 20 88 61
LIEGE – CENTRE	Fond St-Servais, 22	Tél: +32 4 221 23 44
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 343 05 09
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 43 29 99
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 775 61 25
MONS – BERTAINTONT	Rue de Bertaintont, 33	Tél: +32 65 84 00 00
– HAVRÉ	Rue d'Havré, 138	Tél: +32 65 31 13 76
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 74 50 00
TEMSE	Guido Gezelleplaats, 22	Tél: +32 3 771 56 91
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Avenue Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 344 77 08
VERVIERS	Rue de l'Union, 6	Tél: +32 87 22 54 05
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 14 00

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

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 28 février 2005