

Edito

A moins de deux mois des élections, les partis politiques commencent à présenter leur programme respectif à la population, avec une constante : la volonté de diminuer le coût du travail, ou plus exactement les charges sociales payées par les entreprises sur les salaires bruts des travailleurs. Et nous ne pouvons que nous réjouir de cette prise de conscience. Là où les programmes politiques divergent, c'est sur la manière de financer ce manque à gagner pour le budget de l'Etat. Ainsi, plusieurs partis politiques souhaitent renforcer la fiscalité sur l'Épargne. En tant que professionnels du secteur financier, nous avons analysé ces différentes propositions et nous ne pouvons pas y être favorables.

En effet, augmenter la fiscalité sur l'Épargne serait tout d'abord oublier les efforts fournis par les épargnants durant la législature qui s'achève aujourd'hui et leur contribution importante. Ainsi, le précompte mobilier a été relevé à deux reprises, de 15 à 21 % en 2012 et de 21 à 25 % en 2013, soit une augmentation de 66,67 % en moins de deux ans. De même, le précompte mobilier 19 Bis, taxant les intérêts non distribués de certaines sicavs de capitalisation, a été étendu aux sicavs sans passeport européen au 1^{er} juillet 2013. En troisième lieu, la taxe sur opérations de bourse a été relevée également à deux reprises, tant en 2012 qu'en 2013, multipliant dans certains cas son taux effectif par quatre. Soit au total une addition à plusieurs milliards d'euros pour l'épargnant.

D'autant plus que les propositions avancées en la matière ne nous semblent pas réalistes. Prenons ainsi la proposition la plus fréquente, à savoir la taxation des plus-values. Ce qui est bien souvent oublié dans les programmes politiques, c'est de mentionner la contrepartie à cette nouvelle taxe, à savoir la déductibilité des moins-values. Alors que la très grande majorité des épargnants porte encore dans leurs portefeuilles les moins-values latentes ou réalisées en Fortis et/ou en Dexia, on ne peut que constater la faiblesse de la rentabilité attendue d'une taxation des plus-values. Et quant à déterminer le taux en fonction de la durée de détention des titres, ce serait introduire un mécanisme dangereux qui pourrait

empêcher un investisseur de vendre une action moins prometteuse au profit d'une nouvelle société génératrice d'emploi, et ce exclusivement pour des raisons fiscales.

Autre proposition souvent relayée : l'augmentation du précompte mobilier. Mais peut-on sérieusement imaginer qu'après une augmentation de 40% de ce taux durant les deux dernières années, les épargnants acceptent à nouveau sans rechigner de nouvelles augmentations du même ordre ? Non seulement, dans une période où les taux d'intérêt sont historiquement bas, un précompte mobilier plus élevé détournerait certains investisseurs des placements financiers dont les entreprises ont besoin, mais il est également vraisemblable que certains contribuables trouveraient alors un intérêt certain à transférer leur résidence fiscale dans un autre pays de l'Union européenne, où tous les taux de précompte mobilier seraient alors plus avantageux, impliquant dans ce cas la disparition complète des impôts payés par le contribuable en Belgique. Quant à la proposition d'inclure les revenus mobiliers dans les revenus globaux du contribuable, il suffit de se souvenir des difficultés rencontrées lors de la mise en place de la contribution complémentaire de 4% en 2012, mécanisme qui a amené l'Etat à faire marche arrière. Cette même complexité vaut aussi pour l'impôt sur la fortune. Le coût de la constitution d'un cadastre des fortunes intégrant les biens immobiliers et mobiliers de chaque contribuable dépasserait le rendement d'un impôt qui pousserait les contribuables les plus fortunés à rechercher des cieux fiscaux plus cléments.

N'existe-t-il donc aucune solution pour financer une baisse des charges sociales ? Si, bien entendu, et de notre point de vue, il faudra que le gouvernement fasse un savant mélange entre une optimisation de l'efficacité des dépenses publiques d'une part et d'autre part une augmentation limitée des taxes à large assiette fiscale, telle que la TVA.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de toute notre équipe, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de AEGON	6
	Analyse de CARREFOUR	7
	Analyse de CREDIT AGRICOLE	8
	Analyse de ORPEA	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	11
	Agenda	12

Olivier Leleux
Administrateur
Exécutif



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

403,21 +1,2%⁽¹⁾ ✓
+0,4%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.129,94 +1,1%⁽¹⁾ ✓
+7,0%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

4.391,50 -0,4%⁽¹⁾ ✗
+2,2%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

9.555,91 -1,4%⁽¹⁾ ✗
+0,0%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

6.598,37 -3,1%⁽¹⁾ ✗
-2,2%⁽²⁾ ✗

SMI (Suisse)

8.453,82 -0,3%⁽¹⁾ ✗
+3,1%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.916,37 -1,7%⁽¹⁾ ✗
-0,1%⁽²⁾ ✗

DJIA (USA)

16.457,66 +0,8%⁽¹⁾ ✓
-0,7%⁽²⁾ ✗

NASDAQ (USA)

4.198,99 -2,5%⁽¹⁾ ✗
+0,5%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

14.335,31 +0,9%⁽¹⁾ ✓
+5,2%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

14.827,83 -0,1%⁽¹⁾ ✗
-9,0%⁽²⁾ ✗

MSCI World

1.673,87 -0,1%⁽¹⁾ ✗
-0,8%⁽²⁾ ✗

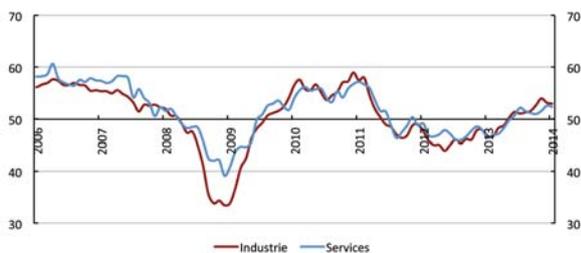
(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2013



La **zone euro** enregistre sa plus forte croissance trimestrielle depuis trois ans au cours du premier trimestre de l'année, l'économie de la région ayant progressé de 0,5% par rapport au dernier trimestre 2013, selon les données PMI de mars.

Sentiment directeur d'achat zone euro



Les derniers résultats confirment également l'élargissement de la croissance à l'ensemble de la région. Fer de lance de la reprise, l'Allemagne enregistre une croissance de l'ordre de 0,7% au premier trimestre 2014. Les données de l'enquête de l'indice des acheteurs PMI sont en outre conformes à une croissance trimestrielle du PIB de 0,5% en Espagne (sa meilleure performance trimestrielle depuis six ans) tandis que l'Italie devrait connaître, sur la même période, sa plus forte expansion depuis trois ans (0,3%). Bien qu'elle continue de fermer la marche, la France se distingue par une forte progression de son indice PMI en mars. Celui-ci se hisse en effet à un plus haut de deux ans et demi, ce qui pourrait être synonyme d'une légère croissance de l'économie française au premier trimestre. Témoignant d'une reprise de la demande sur les marchés intérieurs, le secteur des services de la zone euro enregistre sa plus forte croissance depuis juin 2011. Si la croissance économique de la zone euro devrait être conforme aux prévisions, les données relatives aux prix nourriront en revanche les inquiétudes. Les prix de vente des biens manufacturés reculent pour la première fois depuis sept mois en mars, tandis que les tarifs des prestataires de services diminuent pour le vingt-huitième mois consécutif, la baisse s'accroissant en outre au cours du mois de mars. Cette dynamique fera, à n'en pas douter, craindre un accroissement des risques de déflation dans la région, dans un contexte d'atonie de la demande et de niveau de chômage quasi-record. Toutefois les données de l'enquête de conjoncture suggèrent également que la baisse des tarifs a été favorisée par les gains de productivité, ce qui est de bon augure pour la compétitivité des entreprises.

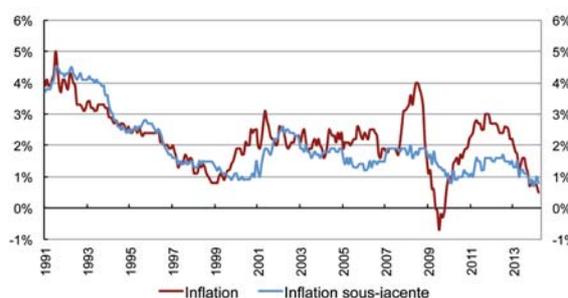
Lors de sa dernière réunion mensuelle, la **Banque Centrale Européenne** était attendue sur deux points :

1° Confrontée à un chiffre d'inflation de 0,5% sur un an, son plus bas niveau depuis 2009, la BCE allait-elle faire un geste de baisse des taux directeurs ? La BCE a préféré ne pas réagir dans l'urgence. Elle a jugé que le repli de l'inflation en mars s'expliquait par des raisons ponctuelles (Pâques, effet de base sur les prix de l'énergie) et que cela se corrigerait en avril.

N'ayant plus beaucoup de marge de manœuvre, la banque centrale ne peut prendre le risque de réagir à des poussées de volatilité.

2° Confrontée à un euro s'approchant du seuil symbolique de 1,40 dollar, la BCE allait-elle intensifier sa rhétorique sur les questions de change ? Elle l'a fait mais sans excès. Elle n'a pas de cible de change mais tout le monde convient à la BCE qu'une appréciation supplémentaire de l'euro n'est pas tolérable à cause des effets pernicieux qu'elle aurait sur l'inflation. Cela remettrait en cause le scénario de la BCE de remontée graduelle de l'inflation d'ici 2016.

Inflation zone euro



La réunion de la BCE a néanmoins réservé deux surprises qui contribuent à assouplir très nettement l'orientation future de la politique monétaire de la BCE. Tout d'abord, la BCE a fortement accentué sa *"forward guidance"*. La BCE ne se contente plus d'envisager une possible baisse des taux mais indique clairement que la probabilité d'un assouplissement, sous quelque forme que ce soit, est élevée. Pour autant, la BCE n'a pas changé son évaluation du risque de déflation, qu'elle juge faible. Ce qui l'inquiète est la situation d'inflation basse prolongée, le concept de *"lowflation"* popularisé par le FMI.

La deuxième surprise, encore plus significative, est que Mario Draghi a admis qu'un programme de détente quantitative (QE) était bien à l'étude. Plus précisément, il a annoncé que le comité monétaire était unanime dans sa volonté de se servir de toutes les mesures, conventionnelles ou non, pour remplir son mandat. Le président de la BCE a détaillé les difficultés associées à un QE dans la zone euro. Elles ne tiennent plus à l'opposition de tel ou tel (la Bundesbank), ou à des considérations légales, mais sont avant tout techniques et opérationnelles. Autrement dit, la question du *"si"* et du *"pourquoi"* paraît tranchée : la BCE est prête au QE. Reste la question du *"comment"*, qui elle-même conditionne la question du *"quand"*. Au bout du compte, il est possible que la BCE annonce assez vite les grandes lignes d'un programme d'achats de prêts bancaires titrisés, quitte à en conditionner la mise en œuvre à la réalisation d'un certain nombre de conditions. Dans ce contexte, une baisse des taux de 10 points de base est certes envisageable mais c'est un point anecdotique : ce serait surtout le moyen de faire patienter le marché en attendant mieux.



Europe

L'évolution des Bourses européennes a été largement influencée par les tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine au cours du mois écoulé. Chaque regain de tension entraînait une baisse des cours, et inversement. La fin du mois a été marquée par un rebond des cours lorsque l'attention des investisseurs s'est détournée de la Russie pour se concentrer sur les bons résultats des entreprises et l'amélioration des indicateurs macro-économiques qui leur ont rendu confiance. La première allocution publique de la nouvelle présidente de la Réserve fédérale, Janet Yellen, a cependant déclenché un regain de nervosité sur les marchés : la fin de la politique de l'argent bon marché se précise. Après les bonnes performances boursières de ces derniers mois, cela a incité les investisseurs à accroître leurs prises de bénéfices. Enfin, l'euro fort a suscité quelques doutes, certains observateurs jugeant qu'un euro trop cher pourrait peser sur les exportations allemandes en particulier.

EURO STOXX 50



États-Unis

Les indices américains se sont consolidés à proximité de leur sommet historique ces derniers mois. Les tensions géopolitiques semblent avoir moins d'impact outre-Atlantique. Mais les propos de la présidente de la Fed, Yellen, qui a affirmé qu'un raidissement de la politique monétaire interviendrait environ six mois après la fin de l'assouplissement quantitatif, ont déclenché un regain de volatilité. Ils impliquent en effet un relèvement des taux dès le printemps 2015. Nettement plus tôt que ce qu'avaient escompté les marchés. Il n'est dès lors pas étonnant que les investisseurs aient décidé de procéder à quelques prises de bénéfices après les gains enregistrés ces douze derniers mois.

S&P 500



Pays émergents

L'indice PMI de l'industrie chinoise est en recul pour le troisième mois consécutif. Cet indice s'établit à présent à 48,1 points (mars 2014). Un indice inférieur à 50 indique une contraction de l'activité industrielle. Ce chiffre confirme que la Chine est confrontée à un net ralentissement de la croissance et met les Bourses des pays émergents sous pression, la Chine étant toujours considérée comme la locomotive de la région. Ces chiffres décevants ont également pesé sur les cours du minerai de fer, notamment, ce qui a affecté la Bourse brésilienne. Enfin, personne ne s'étonnera d'apprendre que la Bourse d'un autre pays BRIC (la Russie) a souffert de la crainte de sanctions occidentales.

HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,10%	24/04
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-4,40	25/04
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,30%	28/04
EMU	Confiance économique	-	102,4	29/04
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	30/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	54,0	53,7	01/05
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	04/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	53,1	05/05
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,25%	0,25%	08/05
JAP	Produit Intérieur Brut		0,7%	15/05



USD/EUR (USA)

0,73 +0,2%⁽¹⁾
-0,2%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,21 -0,3%⁽¹⁾
+0,5%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,70 -1,2%⁽¹⁾
+1,8%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 +0,5%⁽¹⁾
+1,3%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,39 -0,1%⁽¹⁾
-0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,82 -0,2%⁽¹⁾
+0,8%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,67 +4,0%⁽¹⁾
+3,7%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,66 +0,4%⁽¹⁾
-4,0%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,64 -0,5%⁽¹⁾
-0,5%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -0,2%⁽¹⁾
-0,3%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,33 +0,9%⁽¹⁾
-3,3%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,7%⁽¹⁾
-0,7%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2013
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

■ USD/EUR

Le dollar s'est redressé vis-à-vis de l'euro au cours du mois écoulé. Les déclarations de la présidente de la Fed Janet Yellen, qui a laissé entendre que le relèvement attendu des taux interviendrait plus vite que prévu, ont favorisé le billet vert. Comme aucune réaction n'est attendue de la BCE, l'avantage de taux renforce le dollar.



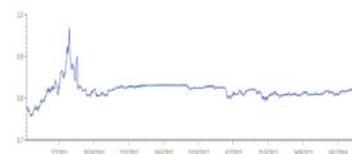
■ GBP/EUR

La livre britannique a perdu du terrain vis-à-vis de l'euro au cours du mois écoulé. Au contraire de la banque centrale américaine, la Banque d'Angleterre n'a pas l'intention de procéder à un relèvement des taux à brève échéance, selon son gouverneur Mark Carney. Il en a résulté une augmentation des prévisions d'inflation qui n'a pas favorisé la GBP.



■ CHF/EUR

Le CHF est resté très performant vis-à-vis de l'euro ces dernières semaines. Son statut de monnaie refuge en cette période de tension géopolitique joue assurément à son avantage.



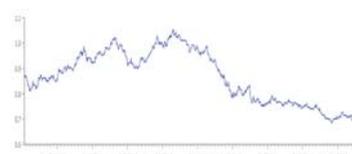
■ NOK/EUR

La couronne norvégienne a abandonné un peu de terrain vis-à-vis de l'euro en mars, une évolution que les observateurs attribuent à quelques prises de bénéfice après le net rebond de février. Les tensions géopolitiques devraient d'après eux favoriser la NOK, notamment parce qu'une nouvelle escalade pourrait entraîner une hausse du cours du pétrole.



■ JPY/EUR

Le yen japonais s'est à nouveau légèrement renforcé vis-à-vis de l'euro. La baisse de février ne semble avoir été qu'un accès de faiblesse temporaire.



■ AUD/EUR

Une augmentation du cours des matières premières ne peut entraîner qu'une appréciation de la devise australienne. Et c'est ce qui s'est produit en mars.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Lors de sa réunion de mars, la **Banque centrale américaine** a pris deux décisions attendues par les marchés financiers. D'une part, elle réduit de 10 milliards de dollars le rythme mensuel de ses achats d'actifs. D'autre part, elle abandonne sa guidance quantitative. Cette guidance de la Fed était fondée sur la règle dite d'Evans, à savoir le maintien des taux d'intérêts directeurs à zéro tant que le chômage ne serait pas inférieur à 6,5% et l'inflation pas supérieure à 2,5%. Le recul du chômage au voisinage de 6,5% a rendu cette règle obsolète. A la place, le FOMC (le comité des gouverneurs de la banque centrale américaine) s'appuiera sur divers indicateurs du marché du travail, diverses mesures de l'inflation et portera attention à la situation des marchés financiers, avant de décider du moment opportun pour remonter ses taux. De fait, la guidance quantitative est remplacée par une guidance qualitative qui est très vague. Les marchés ont été surpris par les révisions des prévisions économiques des membres du FOMC par rapport à celles faites en décembre dernier. Ceux-ci prévoient désormais : a) la baisse plus rapide du chômage, b) la remontée graduelle de l'inflation vers sa cible; et c) la remontée plus tôt dans le courant de 2015 des taux d'intérêts directeurs. En décembre, le scénario médian mettait le taux directeur à 0,75% fin 2015 et 1,75% fin 2016. Désormais, ce taux serait à 1% fin 2015 et de 2,25% fin 2016. En somme, le FOMC a ajouté une hausse de 25 points de base en 2015 et une autre en 2016. Il s'agit d'un léger resserrement du réglage monétaire

futur. Mais ce signal modeste a été renforcé, peut-être de manière non intentionnelle, par Madame Yellen. La Fed considèrerait depuis longtemps qu'il y aurait une "période considérable" entre la fin des achats d'actifs et la sortie de la politique de taux zéro. Mme Yellen s'est aventurée à qualifier ce terme "considérable" en disant que cela couvrirait une période d'environ six mois. Le calcul est vite fait : fin du Quantitative Easing vers octobre 2014 + 6 mois = première hausse des taux au printemps 2015. Cela pourrait provoquer un changement assez notable des anticipations des marchés qui s'attendaient jusqu'à alors à une première hausse des taux vers l'automne 2015. Il n'est pas certain que Mme Yellen ait voulu envoyer un signal aussi restrictif. D'une part, la vue majoritaire à la Fed n'est pas que l'économie est en plein boom, ni que l'inflation est une menace imminente. D'autre part, le réglage monétaire qui est décrit par Mme Yellen et ses collègues est en fait très accommodant. Ainsi, à la fin 2016, le FOMC considère que la Fed aura rempli son double mandat puisque le chômage est anticipé à 5,6% (le niveau de plein-emploi est 5,5%) et l'inflation à 1,9% (la cible est de 2%). Dans ces conditions, la politique monétaire devrait être neutre, autrement dit le taux des fonds fédéraux devrait être de l'ordre de 4%. Or, le FOMC suggère que ce taux d'intérêt directeur n'aura pas dépassé 2,5%. C'est ce point-là qui peut paraître le plus notable ou le plus étonnant dans la communication de la Fed.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

0,3130% +2,70 (1) ↑
+2,60 (2) ↑

EUR (10 ans)

1,5660% -5,80 (1) ↓
-36,30 (2) ↓

USD (3 mois)

0,1600% +0,00 (1) ↑
-1,00 (2) ↓

USD (10 ans)

2,7180% +7,04 (1) ↑
-31,02 (2) ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2013 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	ABN Amro Bank	4,625%	16.04.2019	99,65%	4,70%	I+	XS1055206038	2.000
EUR	Volkswagen	1,000%	04.10.2017	99,71%	1,08%	I+	XS1050916649	1.000
EUR	Morgan Stanley	2,375%	31.03.2021	100,65%	2,27%	I+	XS1050547857	1.000
GBP	Bank Nederlandse	1,875%	07.12.2018	99,30%	2,03%	I+++	XS1055526880	1.000
NOK	Daimler	2,750%	10.12.2018	99,56%	2,85%	I+	XS1055530304	10.000
TRY	EIB	5,375%	23.01.2017	89,12%	10,02%	I+++	XS0875891615	1.000



■ AEGON (ISIN NL0000303709 - 6,49 EUR)

■ Profil

Aegon figure parmi les principaux groupes d'assurance vie mondiaux. Les primes émises brutes par activité se répartissent comme suit : assurance vie (85,3%) ; assurances accident et santé (11,5%) ; autres (3,2%) : essentiellement assurances automobile et incendie. Le groupe développe parallèlement des activités bancaires. La répartition géographique des primes émises brutes est la suivante : Pays Bas (18,9%), Amériques (42%), Royaume Uni (31%) et autres (8,1%).

■ Résultats et perspectives

"Le chiffre d'affaires a atteint 7,15 milliards d'euros, en hausse de 6% en glissement annuel, tiré notamment par une hausse des dépôts. Les ventes d'assurances-vie ont de leur côté baissé de 2% en 2013, notamment en raison d'une base de comparaison particulièrement forte au quatrième trimestre 2012. La baisse du bénéfice net (à 849 millions d'euros en 2013, contre 1,58 milliard en 2012) s'explique par des dépréciations d'actifs dits "de juste valeur", qui ont plombé les résultats à hauteur de quelque 1,3 milliard d'euros sur l'année. Ces ajustements ont également plombé le bénéfice net du quatrième trimestre de l'année, qui était en baisse de 23% malgré des ventes en hausse de 3%".

■ Analyse fondamentale

Cours :	6,49 EUR
Valeur comptable :	9,90 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,65
Ratio Cours/Bénéfice :	9,16
Rendement brut du dividende :	3,80%

Prochains résultats : 15 mai 2014 / 1^{er} trimestre 2014

■ Analyse technique



■ Notre opinion

L'environnement économique reste favorable pour les assureurs

Pour l'année 2014, plusieurs facteurs plaident en faveur d'une bonne tenue du secteur de l'assurance. Tout d'abord, l'environnement macroéconomique est plus favorable et le risque systémique a quasi disparu. Deuxièmement, les nombreuses dépréciations d'actifs enregistrées dans les comptes des assureurs (en raison de la crise financière) se font de plus en plus rares, ce qui permet au bénéfice par action de

reprendre une pente ascendante. Et enfin, après la forte chute des valeurs financières sur la période 2007 à 2011 (-65% pour les assureurs européens), les niveaux de valorisation restent attractifs (Aegon se négocie actuellement en bourse seulement 65% de sa valeur comptable).

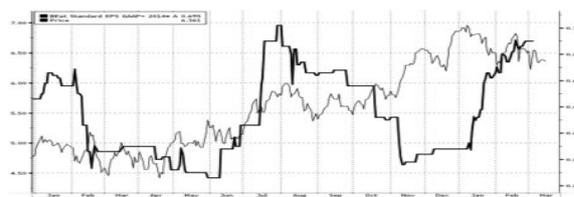
Aegon est un assureur spécialisé dans l'assurance vie (environ 60% de ses revenus). Cette activité est en grande partie liée à l'évolution des taux d'intérêts, or ceux-ci sont amenés à progresser au cours des prochaines années (amélioration de la situation économique, et fin progressive du Quantitative Easing aux USA) ce qui in fine améliorera la marge des assureurs. En outre, la bonne tenue des marchés boursiers permet aux investisseurs de revenir sur les produits en Unités de Compte (actions) sur leur contrat d'assurance vie, or cette activité génère pour les assureurs plus de commissions que les fonds monétaires.

Au niveau géographique, l'assureur néerlandais se situe également en bonne position : 41% du CA est généré aux Etats-Unis (pays où la croissance est attendue en hausse de 3% contre 1,2% en Europe en 2014), et au Royaume-Uni avec 28% du CA (croissance anticipée cette année de 2,5%).

Rebond du bénéfice par action anticipé pour fin 2014

Sur le quatrième trimestre 2013, le résultat opérationnel ressort à 491 millions d'euros (consensus à 492 millions), soit une hausse de 7% par rapport au même trimestre en 2012 malgré les changes défavorables (baisse du dollar face à l'euro). Dans le détail, ce résultat s'explique par le solide rendement du portefeuille d'investissement (>4%), par la croissance du chiffre d'affaires réalisée à travers les produits de commission (qui représentent plus de 30% du résultat opérationnel) et par la hausse des marchés boursiers. On notera également, qu'après s'être assuré contre une chute des marchés actions outre-Atlantique, le Groupe a annoncé la refonte de sa politique de couverture.

En raison de la génération d'un cash-flow opérationnel (hors impact des marchés) de 1,335 milliards d'euros (= objectif du Groupe pour 2013) ainsi que d'un ratio de solvabilité de 212%, le Groupe a annoncé le relèvement de son dividende de 5%. Au regard de l'ensemble de ces éléments, la majorité des analystes ont revu récemment à la hausse leur objectif de bénéfice par action pour fin 2014 (courbe en noir foncé ci-dessous).



Faible valorisation

Au regard d'une valorisation particulièrement attractive (0,65x la Book Value contre 1,12x pour l'indice Stoxx 600 Insurance / 14% de potentiel par rapport à la valeur intrinsèque) ainsi que de la hausse récente des anticipations sur le bénéfice par action, nous passons à l'Achat sur Aegon.



■ CARREFOUR (ISIN FR0000120172 - 27,56 EUR)

■ Profil

Carrefour est le n° 1 européen et le n° 2 mondial de la grande distribution. L'activité du groupe s'organise autour de 3 types de magasins : hypermarchés ; supermarchés ; autres : exploitation d'un réseau de 5.010 magasins de proximité (enseignes Shopi, Marché Plus, Huit à 8, Carrefour express, Carrefour city, Carrefour contact et Carrefour montagne), de 164 magasins Cash & Carry, de magasins de gros (Promocash et Atacadão), et de sites de commerce électronique (Ooshop). La répartition géographique du CA est la suivante : France (47%), Europe (26%), Amérique latine (18,5%) et Asie (8,3%).

■ Résultats et perspectives

"Le chiffre d'affaires hors taxes est en hausse de +2,0% à changes constants. A changes courants, la variation est de -1,0%. Le résultat opérationnel courant s'élève 2,238 milliards d'euros, en progression de +9,8% à changes constants. Il comprend : une hausse de la marge des activités courantes, à 22,5% du chiffre d'affaires hors taxes, en progrès de 50 points de base et une hausse maîtrisée des coûts d'exploitation. Le résultat opérationnel du Groupe, à 2,382 milliards d'euros, est en hausse de +63%, une fois pris en compte les produits non courants nets qui s'élèvent à 144 millions d'euros".

■ Analyse fondamentale

Cours :	27,56 EUR
Valeur comptable :	12,77 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	2,16
Ratio Cours/Bénéfice :	16,85
Rendement brut du dividende :	2,59%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	57,71%

Prochains résultats : 10 avril 2014 / 1^{er} trimestre 2014

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Transformation et recentrage

A partir de 1993, le deuxième distributeur mondial derrière Wall Mart se lance dans une croissance externe afin de prendre une dimension internationale. Occupé par son expansion, le Groupe Carrefour a commencé à perdre des parts de marché en France, pays principal contributeur à son

résultat. Pris dans la tourmente, le nouveau PDG (Geogres Plassat) a mis en place à partir de 2012 une stratégie de recentrage sur les activités où Carrefour dispose d'une position dominante : il s'en suivra la vente d'actifs non rentables ainsi que certaines de ses participations non stratégiques, et surtout l'objectif d'un redressement des ventes en France (54% du résultat opérationnel). L'action a depuis décollé en Bourse : le marché semble vouloir faire confiance au nouveau PDG.

La dynamique provient de la France et du Brésil

L'année 2013 signe pour Carrefour le retour à la croissance dans l'Hexagone, qui enregistre sa "meilleure croissance organique depuis 2007", indique Pierre-Jean Sivignon (directeur des finances). Au final, les bonnes performances (hausse de 9,8% du résultat d'exploitation courant à changes constants) proviennent de la croissance enregistré en Amérique latine et du redressement de l'activité en France, qui compensent le repli dans le reste de l'Europe (hormis l'Espagne qui commence à montrer les "signes d'un rétablissement").

Les principales zones géographiques contributrices au résultat d'exploitation courant sont la France (53%) et le Brésil (28%).

France : Le résultat d'exploitation courant sur 2013 ressort à 1,198 milliards d'euros (+29.9%), quant à la marge opérationnelle elle progresse de 80 pbs. Le Groupe Carrefour a donc renoué avec une croissance organique de ses ventes hors essence (+1,0%) et ce dans tous les formats : +0,7% en hypermarchés, +0,6% en supermarchés et +4,0% pour les autres activités, dont la proximité. C'est le troisième semestre consécutif d'amélioration. La "maîtrise des coûts d'exploitation", la progression "du nombre de passages en caisses" ainsi que la politique de prix bas sont les principaux éléments qui expliquent ce retour à la croissance.

Amérique latine : Le résultat d'exploitation courant affiche une progression de +3.2%, mais de +18.6% à taux de change constant (le consensus attendait +12%). Au Brésil (80% de la zone) et en Argentine, les ventes se sont accélérées au 2ème semestre (la marge d'exploitation progresse de 90 pbs sur cette période). Concurrent direct avec son compatriote Casino Guichard, Carrefour a l'intention de lever des capitaux au Brésil afin de "renforcer sa présence et se développer à travers l'ensemble du pays".

Hausse du dividende

Confiant dans le futur, le Conseil d'Administration a décidé d'augmenter son dividende : à 0,62 EUR, soit +6,9% par rapport à 2012 ce qui correspond à un taux de distribution de 46% du résultat net. Le redressement de l'activité en France est un tournant pour le Groupe, qui plus est, Carrefour a renforcé sa structure financière en réduisant sa dette de 203 millions d'euros. Renforcez dans la zone des 22/25 EUR.



■ CREDIT AGRICOLE (ISIN FR0000045072 - 11,21 EUR)

■ Profil

Crédit Agricole figure parmi les 1ers groupes bancaires européens. Le Produit Net Bancaire (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit : banque de détail (35%) ; gestion d'actifs, assurance et banque privée (28,4%) ; prestations de services financiers spécialisés (19%) ; banque de financement, d'investissement et de marché (17,6%). La répartition géographique du PNB est la suivante : France (66,3%), Europe (29,8%), Afrique et Moyen Orient (2,3%), Amérique du Nord (1%), Japon (0,3%), Asie et Océanie (0,2%), Amérique centrale et du Sud (0,1%).

■ Résultats et perspectives

“Pour l'année 2013, le produit net bancaire s'élève à 16,01 milliards d'euros, en légère hausse par rapport à l'année 2012. Les charges s'élèvent à 11,27 milliards d'euros, en baisse de 3,0% par rapport à 2012, grâce aux efforts de maîtrise des dépenses. Le coefficient d'exploitation, à 70,4%, est ainsi en amélioration de 2,5 points sur l'année. Le coût du risque atteint 2,96 milliards d'euros. L'amélioration observée est principalement due au recul du coût du risque chez Agos Ducato”.

■ Analyse fondamentale

Cours :	11,21 EUR
Valeur comptable :	17,53 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,64
Ratio Cours/Bénéfice :	9,38
Rendement brut du dividende :	3,75%

Prochains résultats : 7 mai 2014 / 1^{er} trimestre 2014

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Le secteur bancaire a encore la cote

Dans les faits, la problématique ukrainienne et russe pour le secteur bancaire concernent principalement les banques se situant en Autriche, en Italie (avec Unicredit) et dans une moindre mesure en France avec Société Générale (via Rosbank, détenue à 94%). Les autres banques en Europe ont pour la grande majorité réduit leurs activités en Russie.

Le thème d'investissement dans le secteur bancaire réapparaît de nouveau cette année. Pour rappel, nous avons

régulièrement émis des opinions à “l'Achat” sur les principales valeurs bancaires européennes en 2013 (KBC, BNP Paribas, Crédit Agricole et Deutsch Bank) et nous réitérons cet avis pour 2014. En synthèse, ce secteur offre encore de faible valorisation, le coût du risque continue de diminuer (ce qui profite au bénéfice final), les opérations de capital ont permis de renforcer les fonds propres, et la grande majorité des établissements affichent un ratio Core Tier 1 situé entre 9 et 12% (le niveau exigé est de 9%).

Crédit Agricole : retour du dividende

Sur l'année 2013, le résultat brut d'exploitation (Produit net bancaire – charges d'exploitation) enregistre une progression de 9,4%, quant au résultat net part du Groupe il ressort à 2,50 milliards d'euros contre une perte de 6,47 milliards d'euros il y a un an. L'amélioration (substantielle) du résultat net part du Groupe s'explique tout d'abord par un effet de base très favorable par rapport à 2012 : les résultats avaient en effet été lestés par un ensemble d'éléments exceptionnels (4,5 milliards d'euros), dont pour rappel “l'aventure grecque” avec Alpha Bank (706 millions d'euros) ainsi que les nombreux écarts d'acquisition liés à des achats d'actifs acquis en 2000 dont le montant payé était bien supérieur à la valeur comptable réel des actifs (dépréciation de 2,67 milliards d'euros).

Si l'on revient sur le plan opérationnel de 2013, l'ensemble des activités ont contribué au bénéfice de l'exercice. En premier lieu, l'activité “Banque de proximité en France” (principale activité) dont “la collecte bilan est en progression de 4,5% sur l'année et les encours de crédits à l'habitat en hausse de plus de 2%. Quant à la seconde principale activité, “le pôle Gestion de l'épargne et Assurances” a vu ses actifs sous gestion augmenter de 47,7 milliards d'euros, dont 13,1 milliards d'euros de collecte nette sur l'année 2013”.

La performance opérationnelle va continuer tout au long de l'année 2014 : le coût du risque est attendue en baisse de 14% à la fin de cette année, les charges d'exploitation vont continuer à décroître (-2/-3%) et les revenus sont attendus en hausse de 2%. L'ensemble de ces éléments vont permettre aux capitaux propres d'afficher une rentabilité située entre 7 et 7,5% (contre environ 6% fin 2013).

Enfin, après deux années d'interruption, le Groupe va de nouveau verser un dividende : 0,35 EUR par action, soit un pay-out ratio de seulement 35%.

Décote par rapport au secteur

Au niveau de la valorisation, le titre souffre encore d'une décote vis-à-vis de son secteur : PER 2014 à 9,7 contre 11 pour son secteur (pour rappel il ressort à 14 pour l'indice BEL20), et un ratio Price to Book Value de 0,60, soit une décote de 35% par rapport à son secteur en Europe. La valeur intrinsèque offre un potentiel au cours actuel d'environ 10%. Renforcez dans la zone des 10 EUR.

Analyse fondamentale

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



ORPEA (ISIN FR0000184798 - 45,80 EUR)

Profil

Orpéa est le leader européen de la prise en charge globale de la dépendance. Le groupe assure l'exploitation de maisons de retraite, de cliniques de soins de suite et de cliniques de psychiatrie. A fin 2012, Orpéa dispose d'un réseau de 431 établissements (40 374 lits) implantés en France (339), en Belgique (56), en Espagne (22), en Italie (12) et en Suisse (2).

Résultats et perspectives

"ORPEA a réalisé, en 2013, un nouvel exercice de forte croissance avec une progression de +12,5% de son chiffre d'affaires qui atteint 1,60 milliards d'euros, supérieur à l'objectif annoncé en novembre 2012. Cette solide performance, qui se poursuit depuis plus de 10 ans, résulte de l'efficacité du modèle de développement d'ORPEA alliant :

- une croissance externe sélective, essentiellement axée sur l'international depuis 2 ans
- une croissance organique toujours forte, à +7,1%, représentant un chiffre d'affaires additionnel de 100 millions d'euros sur l'exercice. Les établissements à maturité affichent des taux d'occupation élevés et les 1.900 lits ouverts sur l'année 2013 connaissent une montée en charge rapide.

"Pour l'exercice 2014, ORPEA a pour objectif un chiffre d'affaires de 1,770 milliards d'euros, représentant une progression de +10,1% (+162 millions d'euros), avec une croissance organique toujours solide. Cet objectif intègre uniquement la croissance sécurisée à ce jour, sans développement externe complémentaire".

Analyse fondamentale

Cours :	45,80 EUR
Valeur comptable :	25,33 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,81
Ratio Cours/Bénéfice :	20,95
Rendement brut du dividende :	1,55%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	149,13%

Prochains résultats : 30 avril 2014 / Revenus 1^{er} trimestre

Analyse technique



Notre opinion

Garde toujours du potentiel à long terme

Comme indiqué lors de notre analyse sur Orpéa en octobre 2013, "la thématique du vieillissement de la population a

toute sa place à long terme dans un portefeuille boursier". Compte tenu d'une politique active d'ouvertures d'établissements et d'acquisitions, le Groupe Orpéa génère chaque année une hausse de ses revenus et de ses résultats. En outre, Le Groupe ne cesse de pousser ses pions hors de l'hexagone, ainsi en 2013, 17% des activités étaient réalisées à l'international, contre 12% en 2010 et 7% en 2006.

Depuis le 2^{ème} trimestre 2013, Orpéa a indiqué à ses actionnaires (et aux analystes) qu'il était à la recherche d'opportunités en Chine. Le 3 décembre dernier, le Groupe a signé un partenariat stratégique avec une filiale de la China Development Bank Capital (CDBC), un des principaux organes d'investissements du Gouvernement. L'objectif entrepris se révèle peu capitalistique : Orpéa ne souhaite en effet pas détenir de l'immobilier mais "seulement" se concentrer sur la partie de l'exploitation des établissements. Avec l'Europe, l'Empire du Milieu est une véritable mine d'or pour le secteur privé des maisons de retraites. D'ici à 2030, les agences gouvernementales chinoises estiment que 30% de sa population sera âgée de plus de 60 ans ! Même si la Chine ne représente que 5,5% actuellement du parc d'Orpéa, la croissance à long terme est indéniable.

Excellente année 2013 !

"ORPEA a réalisé, en 2013, un nouvel exercice de forte croissance avec une progression de +12,5% de son chiffre d'affaires qui atteint 1,60 milliards d'euros, supérieur à l'objectif annoncé en novembre 2012" commente le directeur général d'Orpéa. En 2014, le Groupe poursuivra cette dynamique de croissance avec l'ouverture de 2.100 nouveaux lits, tant en France qu'en Italie et en Belgique, représentant 22 établissements.

Avec un réservoir de croissance constitué de 8.000 lits (à rénover ou à construire / 20% du parc exploité) dans les 4 prochaines années, la direction du Groupe a confirmé son objectif de "croissance sécurisée" de plus de 10% pour 2014. Le chiffre d'affaires devrait ainsi dépasser les 1,77 milliard d'euros, qui plus est cet objectif n'intègre pas d'acquisitions, or l'exercice 2014 pourrait bien être riche en acquisitions : accélération en Chine, ainsi qu'acquisitions opportunistes en France, en Belgique et en Suisse.

Sur 2013, la marge d'exploitation en France (83% du CA) a atteint les 20% contre seulement 12% pour l'international (17% du CA). L'activité à international devrait selon toute logique être un vecteur d'amélioration de la marge d'exploitation et in fine de bénéfice. Outre l'opérationnel, la dette nette a atteint 1,86 milliards d'euros pour un niveau des fonds propres de 1,65 milliards d'euros : le gearing ressort ainsi à 112%, un niveau acceptable au regard de son activité et de son convenant (à 2x).

Chaque correction constituera une opportunité

Le titre Orpéa se paye près de 21 fois ses profits pour 2014, ce qui se situe à la moyenne historique de ces 5 dernières années. Le secteur reste très porteur à long terme, chaque correction constituera une opportunité.

Gestion de portefeuilles

Thomas Stul
Gestionnaire de portefeuille



Les actions de dividende ont entamé en force le premier trimestre de 2014, contrairement à l'an dernier, où les prestations étaient en dessous des attentes. La gestion discrétionnaire met fortement l'accent sur les valeurs à dividendes et, en particulier, à un fond indiciel de Deutsche Asset & Wealth Management sur l'indice Stoxx Global Select Dividend 100. Cet indice est composé de 100 sociétés sélectionnées, issues de 18 pays et dont les actions présentent une croissance positive du dividende sur 5 ans. Il s'exprime en euros. Sur la base des cours actuels, le rendement du dividende brut s'élève à 4,25% et le rapport cours/bénéfice se monte à 16,4.

En période de taux d'intérêt nominaux et réels bas, la recherche de rendement demeure un thème de la plus haute importance. Malgré une augmentation des taux d'intérêt depuis la moitié de 2013, de nombreuses actions européennes offrent encore un rendement de dividende supérieur à celui des obligations d'entreprise européennes. En outre, la principale source de rendement pour les investisseurs est davantage le rendement de dividende que la croissance de capital. Des études basées sur des données historiques montrent ainsi que le rendement de dividende représente près de 50% du rendement total. En d'autres termes, le rendement de dividende et la croissance du dividende sont extrêmement importants. Par ailleurs, les actions à haut rendement de dividende sont plus performantes à long terme que le marché et que les actions à faible rendement de dividende. La préférence pour les actions de dividende se base également sur le fait que les dividendes et les bénéfices des entreprises peuvent connaître la même évolution positive. À mesure que les entreprises voient augmenter leurs bénéfices, elles disposent de possibilités plus nombreuses en termes de politique de dividendes ou de programmes d'achat d'actions.

À cela s'ajoute la constatation que les entreprises disposent encore de quantités records de liquidités sur leur bilan, offrant de nombreuses perspectives aux actionnaires, telles que des augmentations de dividendes et des programmes d'achat d'actions, et rendant possibles des fusions et des rachats. Dans cette optique, l'indice choisi (Stoxx Global Select Dividend 100) ne reprend que les entreprises distributrices de dividendes dont le rapport entre le dividende versé et le bénéfice par action (c.-à-d. le ratio dividende/bénéfice) est inférieur à 60% (actuellement, le ratio dividende/bénéfice pour l'indice S&P500 s'élève à 33,6% et celui de l'indice Stoxx Europe 600 se monte à

62,5%). Il y a donc de la place pour la croissance des dividendes, et la pérennité du dividende est quelque peu garantie dans ces circonstances macro-économiques incertaines. De cette façon, on évite les rendements de dividende affichés extrêmement haut, ce qui constitue la plupart du temps un "signal d'alarme" pour le fonctionnement opérationnel de l'entreprise. Un autre avantage offert par ce fonds indiciel est la répartition sectorielle. Les actions à haut rendement de dividende se concentrent généralement sur un petit nombre de secteurs, tels que les services publics ou les opérateurs de télécommunications. L'acquisition de quelques valeurs individuelles est un très bon complément au portefeuille, mais il ne faut pas perdre de vue la diversification globale. Une concentration trop forte sur certains secteurs peut ainsi aboutir à des pertes, et des événements imprévus sur le plan sectoriel peuvent déboucher sur des baisses générales de dividendes. Afin de garantir le caractère durable du dividende, le fonds indiciel retenu se répartit sur 10 secteurs, parmi lesquels les secteurs traditionnels, tels que la finance, les services publics et les télécommunications, pèsent le plus lourd. Pour ce qui concerne l'offre et la demande, il faut souligner le soutien apporté par la tendance démographique liée au vieillissement de la population. Cette classe d'investisseurs donne ainsi plus d'importance à un flux de revenus plus haut, que la demande d'actions de dividende ne peut que faire augmenter.

Prestation des actions à dividende 2009-2014



Pour la gestion de patrimoine, il est primordial de maintenir une vision à long terme (cf. graphique ci-dessus) qui mette l'accent sur l'impact que les valeurs à dividende produisent sur le rendement total. De plus, de telles entreprises sont, à terme, plus performantes que le marché. Dans ce contexte, pour les profils de gestion 2 à 5 inclus, les actions à dividende individuelles (telles que Belgacom, Elia et Royal Dutch Shell) sont combinées à un fonds indiciel sur un indice global de dividendes pour viser une surperformance à long terme.

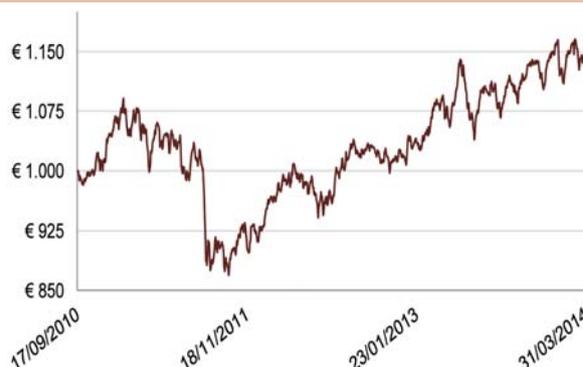
Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC, diversifiés en actions. Afin de réduire le risque intrinsèque des placements en actions, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre plusieurs gestionnaires via différents Fonds (OPC, OPCVM).



Valeur nette d'inventaire

VNI au 31 mars 2014	1.155,35
VNI plus haut (4 mars 2014) :	1.165,63
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

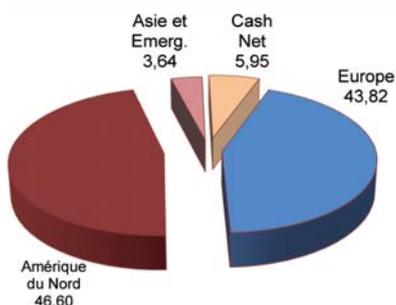
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	21
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

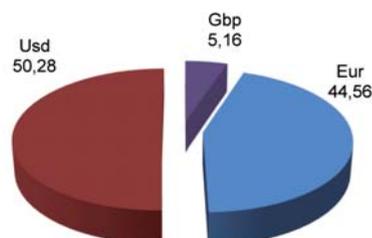
Principales positions en portefeuille (%)

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat. ¹	F.J. ¹	O.P. ¹
Digital Stars Europe Acc	Europe	7,49	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,71	LU	Sicav	Non
Comgest Growth Europe	Europe	6,24	IRL	OEIC	Oui
Morgan Stanley IF US advantage - I	Etats Unis	6,23	LU	Sicav	Non
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	5,45	LU	Sicav	Non

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Rémunération de distribution :	1,0%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	néant
Date de lancement :	6 sept 10	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	TOB à la sortie :	1% (max 1.500 EUR)
Risque ² :	0 1 2 3 4 5 > 6 < 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE6202762975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	RBC Inv. Services

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au fonds renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs. Les VNI sont publiées dans les journaux l'Echo et De Tijd.

¹ Légende : Nat.: Nationalité de l'OPC/OPCVM; F.J.: Forme juridique; OP.: Fonds faisant l'objet d'offre publique en Belgique.

² Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu).

- Mardi 29 avril 2014 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Spiroudôme de Charleroi, Rue des Olympiades, 2
 6000 Charleroi / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste Financier
 Inscriptions : Agence de Charleroi : Tél: +32 71 91 90 70

- Jeudi 8 mai 2014 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : La ferme de Bouchegnies - Rue de Bouchegnies, 12
 7604 Wasmes-Audemetz-Briffoeil / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste Financier
 Inscriptions : Agence de Tournai : Tél: +32 69 64 69 00

- Jeudi 15 mai 2014 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Maisons des Associations de La Louvière, Place J. Mansart, 21-22
 7100 La Louvière / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste Financier
 Inscriptions : Agence de La Louvière : Tél: +32 64 43 34 40

- Jeudi 22 mai 2014 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Cercle de Wallonie - 21, avenue de la Vecquée
 5000 Namur / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste Financier
 Inscriptions : Agence de Namur : Tél: +32 81 71 91 00

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
GENT	K. Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK – SINT-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE – SAINT-PAUL	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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 :
28 mars 2014