

Edito

Les marchés boursiers ont fait preuve ces derniers mois d'une volatilité inattendue, et ce sur tous les types d'instruments financiers (actions, obligations et autres,...). Sur fond d'incertitudes sur la politique des taux d'intérêt, inquiets de l'évolution des cours des matières premières et du ralentissement éventuel de l'économie mondiale, les marchés boursiers nous ont désormais habitués à des variations de plusieurs pourcents, tant à la hausse qu'à la baisse, sur une seule journée de cotation. Ce qui revêtait encore un caractère exceptionnel il y a quelques années est quasiment devenu le lot quotidien des investisseurs et des opérateurs de marché aujourd'hui. Comment dès lors expliquer de telles variations ? Il y-a-t-il véritablement péril en la demeure ?

D'un point de vue macro-économique, le tableau s'est dégradé : l'économie européenne tarde à retrouver une croissance franche depuis la crise de 2008, les marchés émergents, qui avaient alimenté la croissance mondiale durant de nombreuses années, ont clairement ralenti la cadence et plusieurs situations géopolitiques, que ce soit la crise des migrants en Europe, la situation en Syrie, le retour de l'Iran sur la scène internationale ou encore l'éventuelle sortie du Royaume Uni de l'Union européenne -qui sera conditionnée à un référendum en juin prochain- ont bouleversé la donne. Cependant, en prenant un peu de recul, les paramètres économiques mondiaux ne sont pas plus alarmants qu'il y a quelques années. Si la nervosité des marchés peut dès lors être comprise, une pareille volatilité doit forcément trouver ses origines ailleurs.

Il s'agit en fait d'une conséquence inattendue des nouvelles réglementations du secteur financier mises en place après la crise financière de 2008. Partant des meilleures intentions, le monde politique a renforcé les mesures d'encadrement des activités bancaires. Ainsi, les règles de reporting des positions que les institutions financières peuvent avoir sur leur fonds propres, les plafonds autorisés pour ces activités et les

montants de fonds propres devant y être alloués, ont été considérablement durcis.

En conséquence, un grand nombre de ces institutions financières, qui par le passé assuraient la liquidité sur de nombreux instruments financiers, ont simplement arrêté ces activités. Ce rôle d'apporteur de liquidité, ou de Market Making, consistait pour l'institution en question à être présente tant à l'achat qu'à la vente, afin d'assurer la liquidité des titres lors de mouvements importants. Ces institutions n'assurant plus cette fonction, une bonne ou une mauvaise nouvelle a désormais pour conséquence l'afflux d'un grand volume d'ordres d'achat ou de vente de la part des investisseurs, ordres allant tous dans le même sens. Ces ordres sont directement déversés sur le marché et ne rencontrent donc plus les teneurs de marché qui faisaient en sorte de stabiliser l'afflux et de freiner les fortes variations tant à la hausse qu'à la baisse.

Cette nouvelle donne n'est pas prête de changer, la régulation ayant très peu de chance d'être assouplie dans l'immédiat. Il faudra dès lors que l'investisseur s'habitue à cette volatilité accrue lors des périodes de forte nervosité sur les marchés boursiers. Une des premières mesures à prendre sera sûrement de revoir les seuils de déclenchement dans les ordres Stop Loss. En effet, un ordre de vente Stop Loss à 5% du dernier cours a désormais une probabilité beaucoup plus importante d'être enclenché qu'auparavant. Il conviendra dès lors de fixer des cours stop beaucoup plus larges pour s'adapter à cette nouvelle réalité.

Nos chargés de clientèle sont à votre entière disposition pour adapter, avec vous, votre stratégie d'investissement face à ces évolutions récentes des marchés. N'hésitez pas à faire appel à leur expérience et leur expertise.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, je vous souhaite une excellente lecture de notre revue mensuelle.

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

427,27 -0,9%⁽¹⁾ ↘
-3,3%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.371,82 -3,3%⁽¹⁾ ↘
-8,9%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

4.353,55 -1,4%⁽¹⁾ ↘
-6,1%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

9.495,40 -3,1%⁽¹⁾ ↘
-11,6%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

6.097,09 +0,2%⁽¹⁾ ↗
-2,3%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

7.843,63 -5,7%⁽¹⁾ ↘
-11,1%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.798,19 -3,6%⁽¹⁾ ↘
-9,7%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

16.516,50 +0,3%⁽¹⁾ ↗
-5,2%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

4.557,95 -1,2%⁽¹⁾ ↘
-9,0%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

12.860,35 +0,3%⁽¹⁾ ↗
-1,1%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

16.026,76 -8,5%⁽¹⁾ ↘
-15,8%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1.547,17 -1,0%⁽¹⁾ ↘
-7,0%⁽²⁾ ↘

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2015



Les marchés avaient entamé l'année 2016 avec pessimisme. Leur humeur s'est encore détériorée. Aux incertitudes bien connues (faiblesse des prix du pétrole, crainte d'un atterrissage en force de l'économie chinoise, rythme de la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis), est venue s'ajouter la crainte que le secteur bancaire subisse une vague de défauts (d'entreprises, voire d'Etats-pétroliers) et soit amené, en conséquence, à assécher le crédit à l'économie. Si ce scénario se réalise, la croissance économique mondiale, fragile ou hésitante dans de nombreuses régions, n'y résisterait pas. Passant directement de l'hypothèse (si...) à la conclusion, les marchés ont réagi très négativement au cours des dernières semaines. Les marchés semblent déjà prendre pour acquis qu'un net fléchissement de la croissance globale va se produire à brève échéance, s'il n'est déjà pas amorcé. Cette question, selon nous, n'est pas tranchée.

Selon les dernières perspectives économiques de l'OCDE, l'obtention d'une forte croissance de l'économie mondiale reste hors de portée, compte tenu de la reprise modeste des économies avancées et du ralentissement de l'activité dans les économies de marché émergentes.

La croissance de l'économie mondiale ne sera probablement pas plus rapide en 2016 qu'en 2015, où elle avait atteint son plus bas niveau depuis cinq ans. Les échanges et les investissements sont faibles. L'atonie de la demande se traduit par une inflation basse et une progression inadéquate des salaires et de l'emploi.

La dégradation des perspectives mondiales est généralisée, et concerne aussi bien les économies avancées que les grandes économies émergentes. Les perspectives qui se dessinent sont celles d'une croissance mondiale quasiment stationnaire, les données récentes ont été décevantes et les indicateurs laissent entrevoir un ralentissement de la croissance dans certaines grandes économies, malgré l'effet positif exercé sur l'activité par la faiblesse des cours du pétrole et des taux d'intérêt. Les effets les plus marqués sont attendus aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les économies tributaires de leurs exportations de produits de base, comme le Brésil et le Canada.

Les risques d'instabilité financière sont considérables, ainsi que l'ont montré les récentes baisses des cours des actions et des obligations d'entreprises observés à l'échelle mondiale, et la vulnérabilité grandissante de certaines économies émergentes exposées à des flux de capitaux volatils et aux effets d'un endettement élevé.

Selon les prévisions de l'OCDE, l'économie mondiale devrait enregistrer une croissance de 3% cette année et de 3,3% en 2017, soit un taux nettement inférieur à son niveau moyen sur longue période de 3,75%. Ce chiffre est inférieur à celui que l'on pourrait escompter en période de reprise pour les économies avancées, et compte tenu du rythme de croissance que pourraient atteindre les économies émergentes en phase de convergence.

Le taux de croissance devrait s'établir à 2% cette année et à 2,2% en 2017 aux Etats-Unis. Le produit intérieur brut (PIB) japonais devrait augmenter de 0,8% en 2016 et de 0,6% l'an prochain. La croissance économique de la zone euro devrait s'établir à 1,4% en 2016 et à 1,7% l'année prochaine. Le taux de croissance de l'Allemagne devrait être de 1,3% cette année et de 1,7% en 2017, celui de la France de 1,2% en 2016 et de 1,5% l'année prochaine.

En Chine, où devrait se poursuivre le rééquilibrage de l'économie du secteur manufacturier vers les services, le PIB devrait augmenter de 6,5% cette année et de 6,2% en 2017. L'Inde devrait conserver une croissance forte, qui devrait s'établir à 7,4% en 2016 et à 7,3% l'an prochain. Le Brésil est plongé en revanche dans une grave récession, et son économie devrait se contracter de 4% cette année et commencer seulement à sortir de cette récession l'année prochaine.

De nombreux économistes appellent les pouvoirs publics à renforcer leur action, en modifiant le dosage des composantes de leurs politiques économiques afin de s'attaquer plus efficacement à l'atonie actuelle de la croissance. A elle seule, la politique monétaire s'est révélée insuffisante pour stimuler la demande et engendrer une croissance satisfaisante, alors que l'orientation de la politique monétaire est restrictive dans plusieurs grandes économies et que le rythme des réformes structurelles s'est ralenti.

Les politiques monétaires devraient conserver une orientation très expansionniste dans les grandes économies avancées, jusqu'à ce qu'il apparaisse clairement que l'inflation évolue durablement vers les objectifs officiels. Dans les économies de marché émergentes, les autorités monétaires devraient mener une politique de relance dans la mesure du possible, en tenant compte de l'évolution de l'inflation et des réactions des marchés des capitaux.

Des mesures de politique budgétaires plus énergiques, conjuguées à une relance des réformes structurelles, s'imposent pour soutenir la croissance et instaurer un environnement plus favorable aux changements et aux innovations propices aux gains de productivité, en particulier en Europe. Dans la mesure où les administrations publiques de nombreux pays peuvent aujourd'hui emprunter à long terme à des taux d'intérêt très bas, il est possible de mener des politiques budgétaires expansionnistes destinées à renforcer la demande, tout en préservant la viabilité des finances publiques. L'accent devrait être mis sur les mesures qui ont des retombées positives importantes à court terme et contribuent également à la croissance à long terme. En s'attachant à accroître les investissements publics, les autorités stimuleraient la demande tout en contribuant à étayer l'expansion économique future.



Europe

Conforté par le rebond des cours du pétrole au-delà des 30 dollars le baril, les investisseurs ont repris doucement le chemin de la Bourse, notamment sur les secteurs qui avaient le plus souffert. Comme précédemment indiqué (revue mensuelle du mois dernier), les résultats des entreprises, c'est à dire la microéconomie, ont repris leurs droits. Dans l'ensemble, les résultats des entreprises en zone euro ont été bien accueillis. A présent, les investisseurs vont se tourner vers la BCE et patienter ainsi jusqu'au 10 mars prochain. D'après les récentes déclarations et les attentes de la communauté des investisseurs, le président de la BCE Mario Draghi devrait sortir de son "chapeau" de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. Si tel était le cas, reste à savoir si les investisseurs ne vont pas s'interroger sur la capacité des banques centrales à soutenir l'activité si la croissance ralentissait davantage. Enfin, l'on soulignera qu'en Europe, l'écart de rémunération entre les dividendes d'actions et le rendement des obligations publiques se situe proche d'un record.

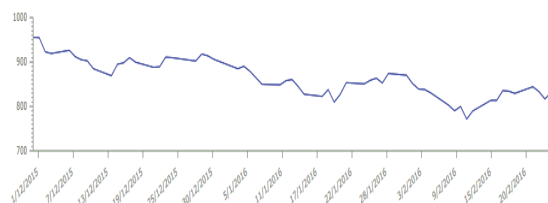
États-Unis

Sur les 500 sociétés de l'indice S&P 500, plus de 490 d'entre elles ont déjà publié leurs résultats 2015. Nous retiendrons trois éléments de ces publications. Primo, 54% des entreprises de cet indice large ont publié des revenus en-dessous des attentes des analystes. Secundo, à l'inverse près de 75% d'entre elles ont enregistré des bénéfices supérieurs aux attentes. Tertio, ce sont les secteurs liés aux matières premières qui ont le plus fortement surpris au niveau des bénéfices. Près de 70% des entreprises du secteur Basic Resources et Oil and Gas ont publié des bénéfices au-dessus des attentes.

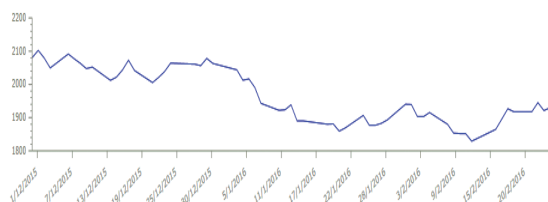
Pays émergents

Très récemment, Pékin a de nouveau abaissé les ratios de réserves obligatoires imposés aux établissements financiers, leur permettant ainsi d'accorder davantage de crédits, a annoncé le lundi 29 février la banque centrale chinoise (PBOC), qui est soucieuse de soutenir l'activité. L'institution a annoncé que ce taux de réserves obligatoires, c'est-à-dire la part des dépôts que les banques sont tenues de garder dans leurs coffres sans pouvoir les prêter, allait diminuer de 0,5 point de pourcentage. La mesure (augmentation mécanique du volume de prêts disponibles), est destinée à "maintenir le niveau de la liquidité" utilisable et du crédit, a expliqué la PBOC dans son communiqué.

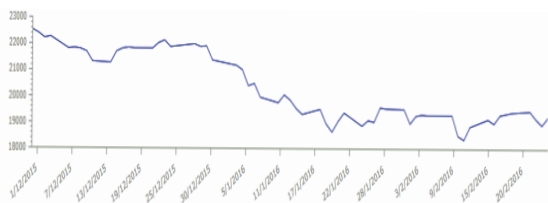
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,10%	15/03
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	58,0	15/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	15/03
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,30%	16/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,50%	0,50%	16/03
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,10%	17/03
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-6,60	22/03
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	98,8	22/03
JAP	Vente au détail base mensuelle	0,10%	-1,10%	29/03
EMU	Confiance économique	-	103,8	30/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	48,5	49,5	01/04



USD/EUR (USA)

0,92 -0,4%⁽¹⁾ ↓
-0,1%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,28 -2,7%⁽¹⁾ ↓
-5,7%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,81 +6,8%⁽¹⁾ ↑
+6,4%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -0,5%⁽¹⁾ ↓
+1,7%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,1%⁽¹⁾ ↑
+0,1%⁽¹⁾ ↑

CHF/EUR (Suisse)

0,92 +2,3%⁽¹⁾ ↑
+0,3%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,66 +0,5%⁽¹⁾ ↑
-2,0%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,68 +2,8%⁽¹⁾ ↑
+2,1%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,69 -0,3%⁽¹⁾ ↓
-0,3%⁽¹⁾ ↓

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +1,8%⁽¹⁾ ↑
-1,8%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+1,9%⁽²⁾ ↑

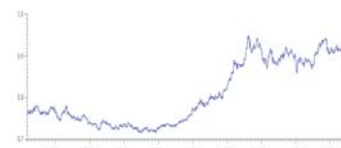
SEK/EUR (Suède)

0,11 -0,2%⁽¹⁾ ↓
-1,4%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2015
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

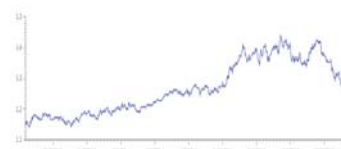
USD/EUR

Les derniers chiffres économiques en zone euro montrent un ralentissement de l'activité mais également une chute de l'inflation. L'inflation en zone euro est retombée en territoire négatif en février, s'affichant à -0,2%, selon une première estimation publiée par Eurostat, l'office des statistiques de l'UE. En conséquence, il est très probable que la BCE augmente son QE, avec un impact baissier sur l'euro.



GBP/EUR

L'incertitude sur le résultat du référendum sur l'UE ("Brexit") va continuer de peser sur la livre sterling.



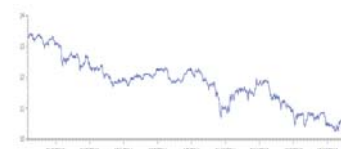
TRY/EUR

La livre turque a été particulièrement fragile suite aux dernières données économiques. Toutefois, la baisse de l'euro a permis à la paire TRY/EUR de se stabiliser.



NOK/EUR

La devise norvégienne s'est stabilisée face à l'euro au mois de février, et ce mouvement est fortement lié à la récente reprise du cours du pétrole.



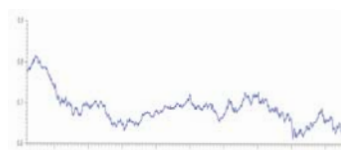
JPY/EUR

Avec la hausse de l'aversion au risque, et malgré le passage à des taux d'intérêt négatifs la banque centrale du Japon, le yen s'apprécie fortement face à l'euro.



AUD/EUR

Le dollar australien continue de profiter du sursaut du cours du cuivre et des autres matières premières.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Une préoccupation particulière du moment est l'environnement de taux d'intérêt, lui-même largement façonné par les politiques monétaires. Après la crise financière de 2008, les banques centrales ont, avec les meilleurs intentions du monde, mené des expériences monétaires inédites (taux d'intérêt zéro, détente quantitative). La plus radicale d'entre elles est la fixation de taux directeurs en territoire négatif. La Banque du Japon vient de rejoindre la BCE sur ce terrain. Pour ces institutions, les taux d'intérêt négatifs sont l'arme ultime contre la déflation puisqu'ils permettent de réduire les taux réels même si l'inflation est très basse et accessoirement de peser sur la devise. On prétend ainsi se redonner des marges de manœuvre, presque sans limite. Le problème est qu'il y a une différence qualitative, et pas seulement quantitative, entre un taux d'intérêt positif et un taux négatif. Cela peut entraîner des frictions nouvelles au plan économique, légal et financier. Cela peut encourager une mauvaise allocation du capital. De surcroît, l'effet de signal peut jouer à rebours de ce qui est souhaité. Est-on certain de créer les conditions propres à la reflation quand les rendements des emprunts d'Etat sont négatifs à des horizons allant parfois jusqu'à 10 ou 15 ans? Les marchés diffusent assez d'ondes négatives comme cela, nul n'est besoin que les banques centrales y ajoutent les leurs.

Le repli de l'indice PMI de l'Eurozone en février augmente fortement la

probabilité d'une accélération des mesures de relance de la BCE en mars.

L'enquête de février met en évidence la plus faible croissance de l'économie de la zone euro depuis un peu plus d'un an, ainsi qu'une intensification des pressions déflationnistes. La croissance de l'économie devrait ainsi ralentir et afficher un rythme inférieur à 0,3% au premier trimestre 2016, à moins d'un soudain rebond en mars, ce qui au vu des indicateurs prospectifs semble très peu probable. On semble au contraire s'orienter vers un nouveau ralentissement de l'expansion.

Tandis que l'économie française stagne, l'Allemagne voit son expansion freinée par la faiblesse de la demande mondiale qui affecte tout particulièrement son secteur manufacturier. Dans le reste de la zone euro, la croissance ralentit et affiche son plus bas niveau depuis le début de l'année 2015, les entreprises faisant face à un recul de la demande, tant sur les marchés intérieurs qu'à l'étranger.

La faiblesse de la demande contraignant les entreprises à réduire leurs tarifs pour rester compétitives, les tensions déflationnistes se sont accentuées en février, ce qui ne manquera pas de susciter des inquiétudes au sein de la BCE. Compte tenu des dernières données sur les prix, la probabilité se renforce de voir la BCE intensifier ses mesures d'assouplissement quantitatif et abaisser davantage ses taux d'intérêt négatifs lors de sa prochaine réunion de mars.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

-0,2050% -4,30 ⁽¹⁾ ↓
-7,40 ⁽²⁾ ↓

EUR (10 ans)

0,1070% -21,80 ⁽¹⁾ ↓
-52,20 ⁽²⁾ ↓

USD (3 mois)

0,6000% +3,00 ⁽¹⁾ ↑
0,00 ⁽²⁾ =

USD (10 ans)

1,7347% -18,52 ⁽¹⁾ ↓
-53,47 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2015 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Thyssenkrupp	2,750%	08.03.2021	99,00%	2,97%	S+++	DE000A2AAPF1	1.000
EUR	Daimler	1,500%	09.03.2026	100,20%	1,47%	I+	DE000A2AAL31	1.000
NOK	EIB	1,125%	15.05.2020	100,42%	1,02%	I+++	XS1195588915	10.000
USD	EBAY	2,500%	09.03.2018	100,00%	2,50%	I	US278642AP80	2.000
USD	Nissan Motor	2,000%	08.03.2019	99,92%	2,03%	I+	USU65478AR73	2.000
USD	Nestle	1,875%	09.03.2021	99,77%	1,92%	I++	XS1376845860	2.000



■ AEGON (ISIN NL0000303709 - 4,51 EUR))

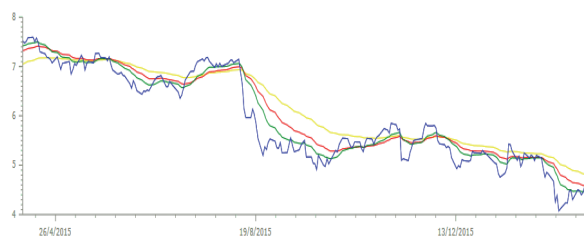
■ Profil

Aegon figure parmi les principaux groupes d'assurance vie mondiaux. Les primes émises brutes par activité se répartissent comme suit : assurance vie (85,8%) ; assurances non vie (14,2%). Le groupe développe parallèlement des activités bancaires. La répartition géographique des primes émises brutes est la suivante : Pays Bas (21,3%), Amériques (39,2%), Royaume Uni (32,8%) et autres (6,7%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 6,13
Cours/Actif Net : 0,40
Rendement : 6,03%

Evolution du titre Aegon



■ Notre opinion

De bons fondamentaux et de bonnes nouvelles

Profil

Aegon est un groupe actif dans l'assurance-vie, les pensions et la gestion d'actifs. Le groupe est présent dans plus de 20 pays (Amérique, Europe, Asie). Aux Etats-Unis (principal marché pour Aegon) avec la marque "Transamerica". Au Pays-Bas, Aegon est le leader en assurance groupe, et dans le top-5 dans l'assurance-vie et individuelle. Aux Etats-Unis, le groupe se situe dans le top 10. Le groupe emploie près de 28.000 salariés.

Synthèse de "l'Investor Day"

Le 13 janvier 2016, le groupe Aegon a dévoilé de nombreuses bonnes nouvelles lors d'une journée pour investisseurs :

1. Au niveau du ratio de solvabilité Solvency II, Aegon affiche un ratio à 160%, un chiffre qui attend donc la fourchette haute de l'objectif à 140/170% (le groupe utilise un modèle de calcul interne).
2. Aegon lance un programme de rachat d'actions de 400 millions d'euros (200 millions d'euros avant mars 2016).
3. Sur la période 2015/2018, le groupe compte réduire ses coûts d'exploitation de 200 millions d'euros.
4. Toujours sur la même période, Aegon estime réaliser un cash-flow libre de 3 milliards d'euros. Plus de la moitié du montant sera utilisé pour le versement de dividende ou du programme de rachat d'actions.

5. L'objectif affiché est d'atteindre un ROE de 10% en 2018 (le niveau actuel est de 7-8%).

6. Enfin, le groupe envisage de vendre le portefeuille d'annuité britannique.

Conseils d'investissements

Le groupe Aegon dispose d'une forte solvabilité et est capable de générer d'important flux de trésorerie disponibles qui sont ensuite reversés en grande partie aux actionnaires. En outre, le niveau d'endettement s'est amélioré au cours des dernières années. Au cours des trois prochaines années, Aegon compte distribuer à ses actionnaires près de 2 milliards d'euros sous forme de dividendes et de rachat d'actions. Cela représente 0,90 EUR par action. Le rendement brut du dividende est attendu à un peu plus de 5%.

En termes de valorisation, les multiples se situent sur des niveaux historiquement faibles : le ratio P/E ressort à 6x pour 2016, et le titre se négocie à moins de 50% de la valeur de ses capitaux propres (hors réserves de réévaluation). Les modèles d'évaluation pointent vers les 5,60 EUR. Les fondamentaux sont sains (à la fois au niveau commercial et au niveau bilanciel), même si la rentabilité aux Etats-Unis reste un peu décevante. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant le groupe réalise une grande partie de ses réductions de coûts outre-Atlantique. Le 13 janvier dernier, le groupe a lancé un programme de rachat d'actions pour un montant de 400 millions d'euros.

Au cours actuel, le titre peut être acheté.

■ Derniers résultats

Les revenus du groupe ont progressé de 24,50% sur 2015 grâce à la croissance des dépôts aux USA, à la gestion, à l'épargne aux Pays-Bas et aux effets devises favorables. Le résultat brut progresse de 4%. La forte baisse du résultat net s'explique par la perte causée par la vente des activités canadiennes et des ajustements du modèle. Les flux de trésoreries disponibles -hors effet de marché et éléments exceptionnels- pointent à 1.390 millions d'euros. Le surplus de capital pointe à 1,4 milliard d'euros, et l'endettement brute à 27%.

■ Perspectives

Le groupe Aegon prévoit de publier un cash-flow opérationnel de 1,3 milliard d'euros en 2016, et envisage de reverser près de 50% sous forme de dividendes ou de rachat d'actions. Aegon prévoit aussi une hausse des dépréciations sur 2016 par rapport à 2015 (en raison des tests d'impairment). La majeure partie du programme de réduction des coûts de 200 millions d'euros devrait être mise en œuvre aux Etats-Unis et aux Pays-Bas.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ ATOS (ISIN FR0000051732 - 64,50 EUR)

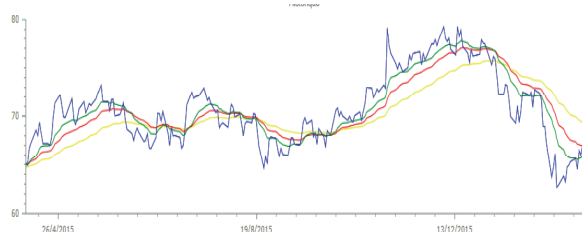
■ Profil

Atos SE (Société Européenne), est une entreprise leader de services numériques avec un chiffre d'affaires annuel de 11 milliards d'euros et 93.000 collaborateurs dans 72 pays. Atos fournit à ses clients du monde entier des services de conseil et d'intégration de systèmes, d'infogérance, de Big Data et de Sécurité, d'opérations Cloud et des services transactionnels par l'intermédiaire de Worldline, le leader européen et un acteur mondial dans les services de paiement.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 11,18
Cours/Actif Net : 1,81
Rendement : 1,36%

Evolution du titre Atos



■ Notre opinion

Encore un bon cru !

Même si les investisseurs savent valoriser la capacité des entreprises à réaliser et à intégrer rapidement les acquisitions, la croissance organique sera toujours un élément particulièrement examinée, d'où la forte hausse du titre Atos ce matin (le 24/02/2016).

Profil

Dans un climat anxieux sur les marchés, le leader international des services numérique arrive à surprendre positivement avec la publication de ses résultats annuels : le chiffre d'affaires sur 2015 a atteint 10.686 millions d'euros, soit +18% par rapport à 2014 et +0,4% à périmètre et taux de change constants. Le résultat opérationnel a été de 883,7 millions d'euros, représentant 8,3% du chiffre d'affaires, par rapport à 7,1% en 2014 (à périmètre et taux de change constants). Les prises de commandes ont atteint 11,2 milliards d'euros, soit un ratio prise de commandes sur chiffre d'affaires de 105%. Le carnet de commandes s'est accru de +2,9 milliards d'euros à 19,1 milliards d'euros et représente 1,7 année de chiffre d'affaires. En cascade, le groupe a généré 450 millions d'euros de flux de trésorerie disponible en 2015, par rapport à 367 millions d'euros en 2014. Plus de détails ci-dessous.

In € million	Revenue				Operating margin	
	FY 2015	FY 2014*	% organic	% yoy	FY 2015	FY 2014*
Managed Services	5,658	5,634	+0.4%	+23.6%	501.8	425.5
Consulting & Systems Integration	3,255	3,328	-2.2%	+3.8%	207.2	200.7
Big Data & Cybersecurity	597	562	+6.2%	+149.0%	102.5	77.3
Corporate costs**					-102.7	-121.1
Worldline	1,176	1,124	+4.7%	+7.1%	174.9	173.7
TOTAL GROUP	10,686	10,648	+0.4%	+18.1%	883.7	756.1

* At constant scope and exchange rates

** Corporate costs exclude Global Service Lines costs allocated to the Service Lines

Objectifs 2016

Objectifs 2016	
Chiffre d'affaires	Croissance à taux de change constants supérieure à 8%
Marge opérationnelle	Entre 9 et 9,5%
Flux de trésorerie (FCF)	De l'ordre de 550 millions d'euros

Au risque de se répéter, "l'ensemble de ces prévisions nous montrent clairement que la progression du top line (= revenus) généré par l'ensemble des activités du groupe Atos améliore la rentabilité opérationnelle (hausse de la marge opérationnelle) et crée de la richesse pour l'entreprise et les actionnaires (→ hausse des flux des trésoreries disponibles)". Ainsi, il n'est donc pas surprenant que le Conseil d'Administration a décidé de proposer lors de la prochaine Assemblée Générale Annuelle des Actionnaires, le versement en 2016, d'un dividende de 1,10 euro par action, soit une hausse de +38% par rapport à l'année précédente. Même si le rendement brute final reste faible (typique d'une valeur de croissance) la forte progression du dividende est un signe qui ne trompe pas sur la santé financière de l'entreprise !

Conseil d'investissement

Dans un monde où le taux de croissance potentielle est en nette baisse, la guidance du groupe Atos sur le taux de croissance de ses revenus a de quoi rassurer les investisseurs. Les turbulences sur les marchés viennent actuellement perturber le métier de l'analyse fondamentale. Mais en faisant fi de cette volatilité et compte tenu de la sous-évaluation actuelle, la récente chute du titre est une opportunité pour les investisseurs.



■ SOLVAY (ISIN BE0003470755 - 77,91 EUR)

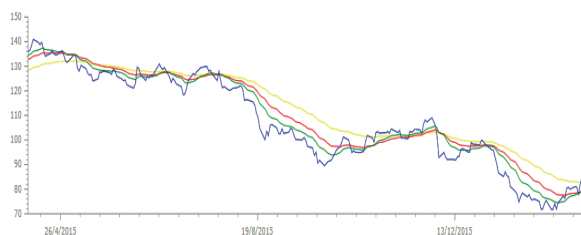
■ Profil

Solvay est un groupe chimique international engagé dans le développement durable et focalisé sur l'innovation et l'excellence opérationnelle. Les principaux utilisateurs finaux des produits de Solvay sont : le secteur aéronautique et de l'automobile (18% du CA), l'agroalimentaire (11%), la construction (12%), biens de consommation et de la santé (26%), l'énergie et l'environnement (10%), application industrielles (16%). La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (34%), Asie/Pacifique (32%), Amérique du Nord (23%), Amérique latine (11%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	11,66
Cours/Actif Net :	0,95
Rendement :	3,98%

Evolution du titre Solvay



■ Notre opinion

Solides perspectives ! Et merci aux coûts variables et effets devises...

Prologue

Depuis le rachat de l'entreprise Rhodia il y a cinq ans, Solvay s'est engagé dans une transformation de son portefeuille avec pour objectif de rendre le groupe plus résilient aux cycles économiques. Aujourd'hui, le groupe est exposé à plus de 70% sur des activités de la chimie de spécialité (= valeur ajoutée) et moins cycliques, contre une fourchette comprise entre 50/60% il y a plus d'un an. L'exposition du groupe en Chine (+/- 10% du CA), au Brésil (+/-5%), au secteur pétrolier (+/-5%) et dans les smartphones/tablettes où les cadences de production se réduisent (+/-5% du CA) ont rendu très craintif les investisseurs depuis l'été dernier, d'où la très forte chute du titre (jusqu'à -44%). Nonobstant, les derniers résultats rassurent.

Solides perspectives !

Dans l'environnement actuel du secteur, et si les conditions de marchés ne se détériorent pas davantage, le groupe prévoit une croissance de son REBITDA (résultat d'exploitation récurrent) pour 2016 compris dans une fourchette qualifiée de « high single digits », c'est-à-dire comprise entre +6 et +9% (le consensus tablait sur 4% avant la publication des résultats annuels). Cette prévision repose sur la réalisation de synergies avec l'intégration de l'américain Cytec (déjà 20 millions EUR réalisées sur 2015, objectif de 100 millions EUR

d'ici 2018), par une progression des volumes et par le pricing power. L'hypothèse de croissance de 6 à 9% du REBITDA est d'autant plus remarquable qu'elle se base sur un scénario économique réaliste : croissance économique mondiale en progression de 3% sur 2016, cours du pétrole proche des 30 USD, absence de reprise dans les activités d'exploration Oil & Gas et parité EUR/USD de 1,10. L'ensemble de ces éléments sont donc très rassurants après la dégringolade du titre.

Revue du REBITDA : merci au pricing power et aux effets devises !

Même si la baisse des volumes atteint -8,3% sur un an et -14% sur le T4 et que les coûts fixes progressent sur un an de 2,7%, le REBITDA enregistre une hausse de près de 10% sur un an et de 4% sur le T4. Cette belle progression est due à un « pricing power robuste » (+11% sur 12 mois et 9% au T4) et à des effets devises favorables (+9,1% et +6,3% respectivement). L'expression anglo-saxonne pricing power désigne, comme chacun sait, la capacité d'une entreprise à pouvoir augmenter ses prix de vente auprès de ses clients. Mais lorsqu'on s'y penche de plus près, le « pricing power » de Solvay n'est pas lié à une véritable hausse des prix de vente (-3,3% sur 12 mois et -7,8% sur le T4), mais à des gains sur les « coûts variables », c'est-à-dire à la conservation partielle de la baisse des prix des matières premières qui est non répercutée sur la facture finale du client (+14% sur un an, +17% T4). En somme donc, se sont bien les effets devises favorables et l'impact positif des coûts variables qui expliquent la progression du REBITDA, et non la progression des volumes et/ou du prix de vente final.

Conseil d'investissement

Même si la progression du REBITDA sur 2015 peu sembler « artificielle » (effets devises + coûts variables), force est de constater que : les perspectives de croissance en 2016 sont solides (basées sur des hypothèses parfaitement réalistes), que malgré les vents adverses sur 2015 les résultats sont très satisfaisants, que le niveau de sous-évaluation actuelle (18%) nous permet d'être positif sur le dossier.

Le principal risque pourrait venir si une récession économique pointait son nez : mise à mal des objectifs du groupe et in fine de la trajectoire de désendettement.

Gestion de portefeuilles

Thomas Stul
Gestionnaire de portefeuille



Le sommet européen de Bruxelles de la fin du mois dernier a débouché sur un accord concernant les réformes à mettre en œuvre afin de convaincre le Royaume-Uni de rester dans l'Union européenne (UE). Un referendum sera organisé en effet le 23 juin 2016 sur le maintien du pays au sein de l'UE. Reste à savoir si le premier ministre britannique David Cameron parviendra à persuader ses concitoyens de ne pas voter en faveur du "Brexit". Beaucoup d'incertitudes pour les mois à venir donc, avec une baisse de la livre britannique vis-à-vis de l'euro d'environ 2,5% au cours des jours qui ont suivi le sommet. De plus, les conséquences ou risques potentiels d'un Brexit ont été davantage soulignés, et le pessimisme a souvent pris le dessus. Même si le Brexit ne constitue pas notre scénario de base, nous étudierons ici quelques issues possibles d'une sortie de la Grande-Bretagne. Une chose est certaine : la course promet d'être extrêmement serrée entre le camp du oui et celui du non (c'est-à-dire du Brexit).

Comme indiqué ci-dessus, un maintien de la Grande-Bretagne dans l'UE constitue notre scénario de base. La croissance économique au Royaume-Uni devrait cependant ralentir puisque le referendum n'aura lieu que dans trois mois. Cette période est porteuse d'incertitudes, de nervosité et de volatilité boursière pour deux raisons : une sortie de l'UE constitue un terrain inconnu, et elle créerait un précédent. En outre, les investissements seront au moins temporairement différés, ce qui aura également des répercussions négatives sur le commerce mondial. Durant cette période, il est clair que les anticipations en matière de taux ne devront pas être revues à la hausse (cf. BoE), que la pression inflationniste restera très faible et qu'on peut s'attendre à un ralentissement de la croissance de l'emploi. La disparition des incertitudes liées à une sortie de l'UE devrait ensuite entraîner une accélération de la croissance au Royaume-Uni à partir du deuxième semestre 2016. Sur les marchés financiers, la prime de risque liée au Brexit devrait s'évaporer.

Si le camp du non l'emporte, la Grande-Bretagne sortira de l'Union européenne. Dans ce cas, même un nouveau referendum sur l'indépendance de l'Ecosse n'est pas inenvisageable. En cas de Brexit, nous estimons de manière générale que la livre britannique s'inscrirait en nette baisse vis-à-vis de l'EUR et de l'USD, compte tenu du fort déficit courant du Royaume-Uni principalement financé par les investissements étrangers directs. Comme les

investissements (intérieurs et étrangers) seront au moins différés dans ce cas de figure, il est clair qu'un Brexit pourrait avoir des effets négatifs considérables (c.-à-d. une récession) sur l'économie britannique. La stabilité économique pourrait même être remise en cause, ce qui pourrait déclencher une réaction en chaîne négative avec une baisse de la GBP, une détérioration des perspectives économiques assortie d'une augmentation du chômage (cf. intégration du secteur financier) et une possible hausse du risque souverain. Un Brexit pourrait également tendre les relations avec l'Union européenne. Des accords (politiques) constructifs pourraient exiger davantage de temps, ce qui pèserait sur l'activité économique. Il est clair qu'un Brexit affecterait également l'économie mondiale dans un environnement où la croissance constitue déjà une denrée rare. Pour pouvoir estimer les conséquences possibles d'un Brexit, il est primordial de s'interroger sur la possibilité d'organiser cette sortie de manière ordonnée, et sur son impact sur l'UE (nouvelle crise de l'euro ?). Ici aussi, plusieurs scénarios sont envisageables, dont certains auront des répercussions sur l'UE. Il paraît enfin évident que l'UE fera preuve de fermeté afin de ne pas perdre d'autres membres et de préserver sa stabilité. Néanmoins, il est également possible d'envisager un Brexit accompagné d'un nouvel accord commercial clair dont le Royaume-Uni et l'UE sortiraient gagnants.

Au niveau des marchés financiers, un maintien de la Grande-Bretagne dans l'UE reste l'issue souhaitable. Comme indiqué plus haut, l'incertitude continuera à planer jusqu'à la date du referendum, et ne commencera à se dissiper qu'en juin. En cas de sortie, notre analyse macro-économique se concentrera sur le risque de change et l'impact négatif du Brexit sur la croissance économique et les facteurs fondamentaux (inflation, emploi, commerce, investissements). L'analyse bottom-up portera sur le niveau de dépendance des entreprises au marché et à la monnaie britanniques. La situation économique créée au Royaume-Uni pourrait engendrer un regain de tension sur le marché domestique pour de nombreuses entreprises, avec un resserrement des conditions financières. Les gagnants potentiels seront les entreprises qui présentent une base de coûts nette en GBP, ce qui aura un effet positif sur leur rentabilité. Dans le cadre de la gestion discrétionnaire, nous n'avons aucune exposition directe à la GBP. L'exposition indirecte (limitée) au marché intérieur britannique sera suivie de plus près. Enfin, nous ne détenons pas d'*UK Gilts*, soit des obligations souveraines du Royaume-Uni.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

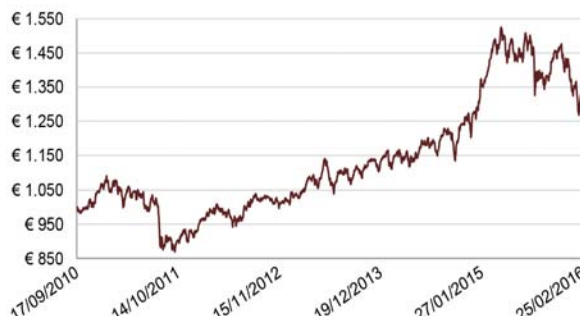
Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant pour 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 29 février 2016	1.357,64
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



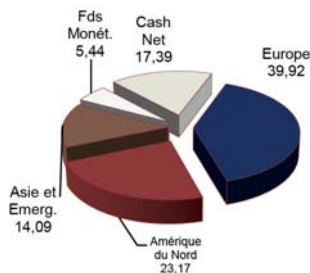
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	13
Nbr. de nouveaux fonds achetés	0
Nbr. de fonds entièrement liquidés	0

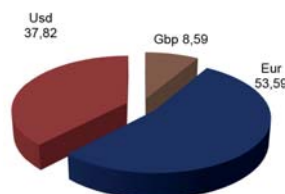
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	9,13	LU	Sicav	Non
Varenne Valeur	Europe	8,91	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,55	UK	OEIC	Non
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,66	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,95	LU	Sicav	Oui

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 :	1,32% (max 2.000 EUR)
Risque ¹ :	0 1 2 3 4 > 5 < 6 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	Caceis Belgium

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment 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 et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe D

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant pour objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différentes classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Le compartiment distribuera intégralement les revenus nets sous forme de dividendes annuels aux actionnaires.

Evolution de la VNI à fin de mois

sept/14	oct/14	nov/14	déc/14	janv/15	févr/15	mars/15	avr/15	mai/15	juin/15	juil/15	août/15
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	1.044,98	1.051,73	1.048,92	1.048,75	1.032,14	1037,21	1.009,25
sept/15	oct/15	nov/15	déc/15	janv/16	févr/16	mars/16	avr/16	mai/16	juin/16	juil/16	août/16
1.001,66	1.026,07	1.033,96	1.013,72	997,14	998,35						

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 29 février 2016	998,35
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (10 février 2016) :	968,41

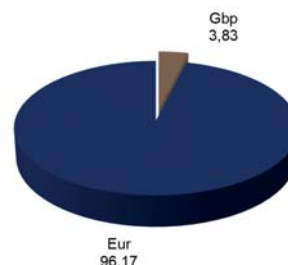
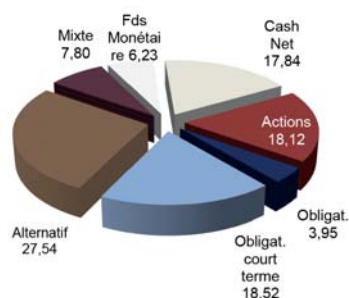
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Exane Asset Management
First Eagle Investment Management LLC
Allianz Global Investors Europe
Amundi Asset Management

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	14
Nbr. de nouveaux fonds achetés	1
Nbr. de fonds entièrement liquidés	1

Allocation par Univers et par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Rémunération de distribution :	0,6%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	8 sept 14	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	Précompte mobilier libératoire :	27%
Risque ¹ :	0 1 2 3 > 4 < 5 6 7	Taxe sur les opérations boursières :	Néant
Calcul de la VNI :	Hebdomadaire	Souscription minimum :	1 action
Date de règlement :	j+4	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Rémunération de gestion :	0,4%/an	Réviseur :	Mazars
		Administrateur :	Caceis Belgium

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment 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 et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

■ Jeudi 21 avril 2016 : Conférence

La multigestion indépendante, un portefeuille global diversifié

Langue : Français

Lieu / Heure : Spiroudôme, Rue des Olympiades, 2 - 6000 Charleroi / 19h

Orateur : Monsieur Carlo Luigi Grabau,

Administrateur chez Leleux Invest

Inscriptions : 0800/255 11

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	Frankrijklei, 133	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
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	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	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
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 :

26 février 2016