

Edito

Les marchés financiers n'auront pas épargné les investisseurs durant le troisième trimestre 2015. Tantôt orientés à la hausse, tantôt à la baisse, les indices boursiers et les valeurs qui les composent se sont montrés incapables d'opérer un rebond durable dans le temps. Et le troisième trimestre 2015 se solde par des baisses plus importantes que les hausses enregistrées des indices, leur faisant connaître leur pire troisième trimestre depuis 2011. Parallèlement, les marchés obligataires ont connu également de fortes variations durant ces trois derniers mois. Les raisons de cette fébrilité ambiante sont connues : la crise financière en Grèce au début de l'été, suivie par l'éclatement de la bulle spéculative en Chine, la baisse de notation du Brésil par l'agence S&P et finalement le scandale Volkswagen portant atteinte à l'ensemble du secteur automobile, et par là, aux indices boursiers.

Certains investisseurs seront dès lors surpris, et peut être déçus, de l'évolution de leur portefeuille sur l'année 2015 : dans de nombreux cas, les plus-values latentes qui étaient présentes au 30 juin 2015 se sont transformées en moins-values latentes au 30 septembre 2015, les bénéfices des six premiers mois ayant été engloutis par les pertes de l'été. Cependant, il convient de relativiser cette contre-performance.

De par la loi, les situations de portefeuilles émises et transmises par les institutions financières à leurs clients sont établies sur base des derniers cours de bourse connus. En d'autres termes, le portefeuille est estimé en fonction de sa valeur liquidative sur les marchés, c'est-à-dire une approximation de la valeur du portefeuille si celui-ci devait être vendu au moment de l'édition de la situation titres et espèces. Cette approche est notamment justifiée dans une optique de prudence, un investisseur pouvant être amené à devoir revendre une partie significative de son portefeuille à la suite d'une dépense inattendue ou d'un accident de la vie. Si cette approche est souhaitable et compréhensible, il n'en reste pas moins que dans les circonstances actuelles de marché, la valeur réelle des portefeuilles est plus élevée que leur valeur liquidative.

Ainsi, les détenteurs d'obligations verront le montant nominal de leurs obligations remboursé à 100% le jour de l'échéance de l'obligation, sauf bien entendu si l'émetteur devait faire défaut sur sa dette avant l'échéance de celle-ci. En d'autres termes, même si le

dernier cours de l'obligation cote bien en-dessous des 100%, l'investisseur ne subira pas cette moins-value latente s'il conserve son obligation jusqu'à l'échéance (sauf encore une fois dans le cas d'une défaillance de l'émetteur). On se souviendra à ce titre de la valorisation de nombreuses obligations du secteur financier qui, au plus fort de la crise de 2008, avoisinaient les 60 ou les 70%, alors qu'elles ont été remboursées à 100% quelques années plus tard. Cette situation est assez analogue à celle d'un grand nombre d'entreprises européennes qui réalisent une partie significative de leur chiffre d'affaire au Brésil. La dégradation de la notation du Brésil dans son ensemble a pesé fortement sur le cours des obligations des entreprises qui y sont actives. Cependant, sans nier les difficultés économiques que traverse ce pays ces derniers mois, l'impact réel de ces difficultés sur la santé financière de ces entreprises est exagéré par les marchés. Et un grand nombre d'obligations, dont les cours sont aujourd'hui situés entre 60% et 80%, seront remboursées dans les prochaines années à 100% de leur valeur nominale, sauf une fois encore défaillance de leur émetteur.

Quant à la partie « Actions » des portefeuilles, il va sans dire que la performance des actions doit être appréciée sur la durée et non sur quelques semaines ou quelques mois. La correction connue durant l'été est à mettre en perspective avec la hausse de fin 2014 et de début 2015. L'incertitude sur le montant des amendes à payer par Volkswagen, et sur l'éventuelle implication dans ces fraudes d'autres constructeurs automobiles, pèse sur l'ensemble de la cote. Dès que des clarifications sur ces situations seront apportées, les marchés retrouveront une sérénité plus propice à la croissance.

C'est dans cet esprit que nous avons revu entièrement les situations de portefeuille que nous éditons pour notre clientèle. A partir de la fin du mois d'octobre 2015, nous mettrons à la disposition de nos clients une nouvelle mise en page de nos situations de portefeuille, permettant à nos clients de mieux comprendre l'évolution de leur portefeuille et les raisons de cette évolution. Face à ce changement, nos chargés de clientèle resteront à votre entière disposition pour vous expliquer ce-ci et vous apporter les éventuelles clarifications dont vous auriez besoin.

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

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse BEFIMMO	6
	Analyse LUXE	7
	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)

421,14 -5,4%⁽¹⁾ ↘
-0,8%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.344,50 -3,4%⁽¹⁾ ↘
+1,8%⁽²⁾ ↗

CAC 40 (France)

4.455,29 -4,2%⁽¹⁾ ↘
+4,3%⁽²⁾ ↗

DAX (Allemagne)

9.660,44 -5,8%⁽¹⁾ ↘
-1,5%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

6.061,61 -3,0%⁽¹⁾ ↘
-7,7%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

8.513,41 -3,5%⁽¹⁾ ↘
-5,2%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.976,73 -4,3%⁽¹⁾ ↘
-0,9%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

16.284,70 -1,5%⁽¹⁾ ↘
-8,6%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

4.620,17 -3,3%⁽¹⁾ ↘
-2,4%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

13.306,96 -4,0%⁽¹⁾ ↘
-9,1%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

17.388,15 -8,0%⁽¹⁾ ↘
-0,4%⁽²⁾ ↘

MSCI World

1.581,92 -3,9%⁽¹⁾ ↘
-7,5%⁽²⁾ ↘

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2014



La Chine inquiète pour de bonnes et de mauvaises raisons. Ce sont les mauvaises qui ont le plus occupé l'attention ces dernières semaines. Ainsi, l'éclatement de la bulle boursière n'amorce pas une crise systémique. C'est un épiphénomène qui aura très peu de répercussions au plan économique. La prétendue dévaluation du yuan n'en n'est pas une. Ce n'est pas une déclaration de guerre des changes, ni le signe avant-coureur d'une répétition de la crise asiatique de 1997 (crise de la dette externe, suivie d'une série de faillites industrielles et bancaires).

Les bonnes raisons de se préoccuper de ce qui se passe en Chine touchent deux domaines. D'une part, la transformation de son modèle de développement. D'autre part, la conduite de sa politique économique. Depuis le début de l'année 2015, l'activité industrielle a nettement fléchi. Il y a des excès de capacités, ce qui maintient une forte pression sur l'investissement, le moteur traditionnel de la croissance. Les services continuent de progresser mais il n'est pas assuré que ce rééquilibrage soit toujours bien maîtrisé. Les autorités économiques du pays ont par ailleurs contribué à l'anxiété en prenant des décisions contradictoires concernant la bourse ou obscures concernant la devise. La banque centrale et le gouvernement chinois ne manquent pas de moyens de stabiliser la situation économique et financière, mais le défi de la transition de leur modèle de croissance est, compte tenu de la taille du pays, sans précédent.

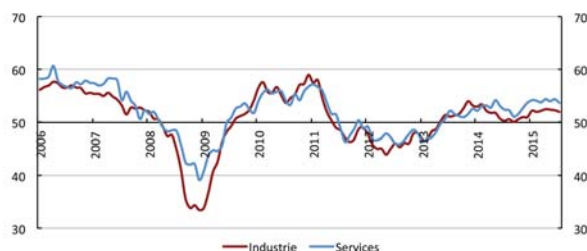
Que doit-on penser d'une économie qui croît au-dessus de son potentiel, dont le taux de chômage vient de tomber à son niveau de plein-emploi, dont les ventes de voitures sont au plus haut depuis dix ans et la construction résidentielle au plus haut depuis huit ans, dont le déficit budgétaire se réduit sans efforts grâce à la hausse des recettes fiscales, tout cela sans tensions visibles sur les prix ou sur les salaires ? Qu'elle est en pleine forme. Qu'il serait pleinement justifié que sa banque centrale commence sans délai à rendre sa politique monétaire un peu plus normale. C'est très exactement la description des Etats-Unis.

La dramatisation des problèmes grecs tout au long du premier semestre n'a pas du tout altéré les perspectives économiques de la zone euro. La poussée de la volatilité sur les marchés et les inquiétudes au sujet des marchés émergents ont quelque peu entamé le climat de confiance. L'environnement externe n'est certes pas quantifié négligeable (surtout dans le cas allemand), mais la reprise actuelle est domestique, tirée par la consommation des ménages. Tout ou presque se combine favorablement pour que la croissance continue et que l'inflation sorte de la zone de danger. La demande bénéficie de plusieurs chocs réflationnistes, soit d'origine extérieure (faiblesse des prix du pétrole et de l'euro), soit d'origine interne (assouplissement monétaire, redémarrage du cycle du crédit).

Malgré l'adoption de mesures de relance sans précédent par la Banque centrale européenne et une forte dépréciation de l'euro, les enquêtes sur le sentiment des directeurs d'achat indiquent que le secteur manufacturier de la zone euro n'enregistre qu'une croissance modérée au troisième trimestre 2015, le risque d'un retour à la stagnation au cours des prochains mois n'étant pas exclu.

En effet, depuis l'essor généré par le programme d'assouplissement quantitatif lancé en début d'année, le taux d'expansion n'a évolué qu'au sein d'une fourchette étroite, synonyme de faible croissance dans la région, et se replie de surcroît à un plus bas de cinq mois en septembre.

Sentiment directeurs d'achat zone euro



La contribution de l'industrie manufacturière à l'expansion économique globale de la zone euro devrait être minime au troisième trimestre, les faibles performances des fabricants freinant la croissance du PIB qui ne devrait pas excéder 0,4%.

Réflétant en partie l'affaiblissement de la demande en provenance des marchés émergents, la hausse des nouvelles commandes à l'exportation ralentit également en septembre. La détérioration de la conjoncture économique globale pèse en outre sur la confiance des entreprises et incite les fabricants à revoir à la baisse leurs intentions d'embauche.

Le plus fort recul des prix de vente enregistré depuis septembre ainsi que la chute des prix des achats viendront renforcer les inquiétudes relatives aux tensions déflationnistes et devraient inciter la BCE à adopter des mesures plus agressives.

Bien que l'Irlande continue d'enregistrer un rythme d'expansion supérieur à celui des autres économies de la région, on observe un ralentissement inquiétant de la croissance dans ce pays. La hausse de l'activité des fabricants irlandais enregistre son plus faible taux de croissance depuis un an et demi en septembre. Cette tendance s'accompagne de ralentissements similaires en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas. La croissance faiblit également en Allemagne, et affiche un niveau particulièrement décevant compte-tenu des dernières mesures de relance. Parallèlement, la contraction en Grèce montre des signes d'affaiblissement bien qu'elle reste marquée, tandis que la production en France semble se stabiliser.



Europe

Le mois de septembre laisse une impression duale. La forte baisse du début du mois trouve son explication aux États-Unis. Les dirigeants de la banque centrale américaine se sont en effet concertés sur un possible premier relèvement des taux. Mais les attentes du marché ne se sont pas réalisées : la Réserve fédérale (la banque centrale américaine) a finalement laissé les taux à court terme inchangés, arguant que la reprise de la conjoncture économique internationale restait fragile. La crainte qu'un fort ralentissement de l'économie chinoise pèse sur la croissance des États-Unis et de l'Europe justifiait ainsi de ne pas infléchir la politique monétaire. La réaction du marché a été négative : les cours ont baissé parce que les investisseurs ont commencé à intégrer une baisse des bénéfices en raison du ralentissement de la croissance. Les Bourses ont cependant rebondi à la fin du mois, en raison du caractère nettement survendu du marché.

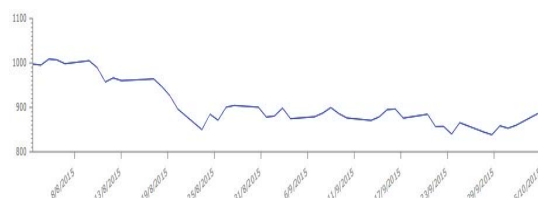
États-Unis

Le même phénomène s'est produit aux États-Unis. Le fait que la banque centrale américaine n'ait pas procédé à un premier relèvement des taux (même symbolique) a semé le doute parmi les investisseurs. On s'est en effet demandé si la croissance des bénéfices des entreprises américaines en général et des entreprises exportatrices en particulier serait bel et bien au rendez-vous lorsque les résultats du troisième trimestre seraient publiés. Le dollar cher est un élément perturbateur supplémentaire, car il pénalise les exportateurs américains. Il en a résulté une vague de ventes durant la première moitié du mois de septembre. Une fois que les esprits se sont apaisés, les cours se sont redressés. C'est aussi la conséquence du fait que les récents indicateurs économiques en provenance des États-Unis ne suggèrent pas un durcissement de l'attitude de la Fed. Et les investisseurs y voient un élément positif parce que cela signifie que le marché continuera à opérer dans un environnement de taux zéro.

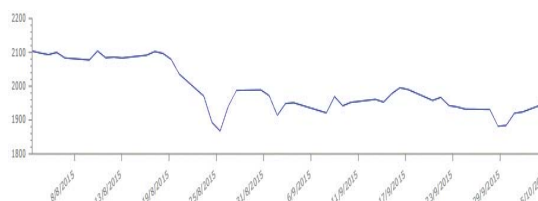
Pays émergents

Ce sont sur les marchés émergents que les investisseurs ont essuyé les plus fortes pertes sur les cours. L'effondrement des cours des matières premières a engendré une forte récession au Brésil et entraîné une fuite des capitaux. Les investisseurs internationaux craignent en effet que la chute de la monnaie complique le remboursement des dettes en USD. En Chine, l'économie souffre d'un net ralentissement et la confiance des producteurs dans l'industrie manufacturière est retombée sous les 50 points, ce qui suggère une contraction des activités dans l'industrie manufacturière chinoise. Le tout s'est accompagné d'un exode de capitaux des pays émergents, qui a mis les cours des actifs sous pression.

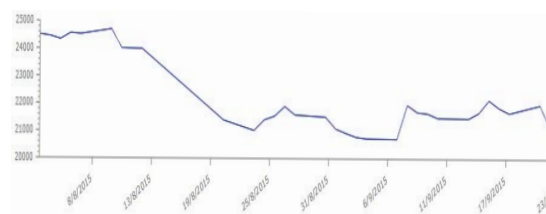
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	16/10
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	62,0	19/10
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,05%	0,05%	22/10
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-6,80	23/10
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	103,3	26/10
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,20%	27/10
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,00%	27/10
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	28/10
EMU	Confiance économique	-	105,6	29/10
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	50,2	02/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	57,5	56,9	04/11
JAP	Produit Intérieur Brut	-	-1,2%	15/11



USD/EUR (USA)

0,89 +0,3%⁽¹⁾
+8,2%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,35 -1,1%⁽¹⁾
+5,1%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,75 +1,4%⁽¹⁾
+8,0%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -2,4%⁽¹⁾
-5,2%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 0,0%⁽¹⁾ =
-0,2%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,92 -0,3%⁽¹⁾
+10,4%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,63 -1,1%⁽¹⁾
-7,0%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,67 -1,0%⁽¹⁾
-5,5%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,68 +0,5%⁽¹⁾
+1,9%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -0,3%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,3%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,5%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2014
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

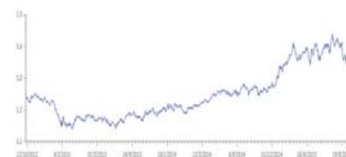
USD/EUR

L'euro s'est bien maintenu vis-à-vis du dollar ces dernières semaines. Une performance principalement liée à l'absence de durcissement de la politique monétaire aux États-Unis. Indirectement, cela suggère un ralentissement de la croissance de l'économie américaine qui porte préjudice au dollar.



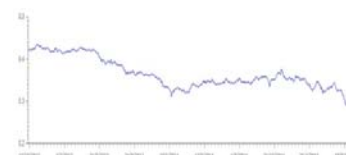
GBP/EUR

La livre britannique a de nouveau pu gagner du terrain vis-à-vis de l'euro. L'économie britannique reste plus dynamique que l'européenne.



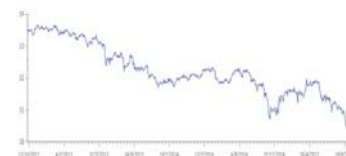
TRY/EUR

L'inflation s'est accélérée en Turquie. Cela devrait entraîner un durcissement de la politique monétaire afin d'endiguer la hausse des prix. Mais avec une faible croissance, une augmentation des taux serait très malvenue et ce n'est pas positif pour la monnaie turque.



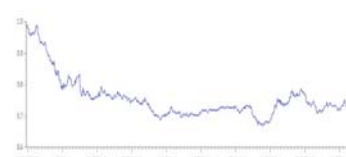
NOK/EUR

La Norvège a procédé à une baisse des taux inattendue pour alléger l'impact de la baisse du cours du pétrole sur l'économie. Cette baisse des taux a entraîné une dépréciation de la couronne norvégienne.



JPY/EUR

Après avoir perdu beaucoup de terrain face à l'euro, la devise japonaise semble bénéficier d'une reprise technique. Les observateurs doutent en effet de la capacité de l'économie japonaise à engendrer une appréciation structurelle de sa monnaie.



AUD/EUR

En l'absence de rebond des cours des matières premières, les investisseurs en devises n'achètent pas de dollars australiens. L'incertitude concernant l'économie chinoise reste un problème pour un redressement du cours du dollar australien.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Le double mandat de la banque centrale américaine est une source de complication pour le choix de la politique monétaire. Il peut se produire dans le cas où chaque partie du mandat, plein-emploi ou stabilité des prix, fait pencher la balance dans des directions opposées. Or, ce n'est pas le cas actuellement. D'un côté, le plein-emploi est atteint et la Fed juge que cela va durer. De l'autre, l'inflation est basse mais la Fed anticipe un retour au voisinage de la cible d'ici un an. L'écart vis-à-vis des objectifs de la Fed a en fait rarement été aussi faible. Les données économiques justifient d'amorcer la normalisation monétaire.

Par neuf voix contre une, le FOMC a voté pour le maintien de la politique de taux zéro mise en place en décembre 2008. La raison avancée (et c'est le principal changement depuis juillet) tient aux évolutions récentes de l'économie mondiale et des marchés financiers. Elles devraient restreindre un peu l'activité et accentuer à court terme la pression baissière sur l'inflation. A l'horizon de la fin 2016, la prévision du FOMC est abaissée de 15 points de base en ce qui concerne la croissance du PIB réel (à 2,4%) et de 10 points de base en ce qui concerne l'inflation (à 1,65%). Pour autant, cette croissance un peu plus faible n'aurait aucune incidence sur le marché du travail puisque la prévision du chômage est abaissée de 20 points de base (à 4,8%), et passerait au-dessous du niveau d'équilibre de 5%. En réalité, ces changements du panorama macroéconomique sont très modestes.

C'est la volatilité récente des marchés financiers et le durcissement des conditions financières qui en résulte qui a poussé la Fed au statu quo. La Fed se montre ainsi plus accommodante que le marché qui voyait une chance sur trois de hausse des taux. Du point de vue de la communication, c'est un échec. Une large majorité de la Fed envisage de démarrer la normalisation en 2015 puis de la poursuivre très lentement jusqu'en 2018. La dépendance de la Fed vis-à-vis des marchés plutôt que des statistiques économiques est patente. La crédibilité n'y gagne rien.

Au total, le FOMC a abaissé de manière uniforme la courbe anticipée des taux d'intérêt directs américains de 25 points de base. La trajectoire projetée serait fort plate et le cycle serait long. A ce jour, la Fed pronostique de monter les taux d'intérêt directs en quatre ans jusqu'à 3,5%. Avec une inflation à 2,0% à moyen terme, le taux d'intérêt réel serait de 1,5%, soit moins que la moyenne de très longue période qui est à 1,8%. Sous-entendu : la Fed n'envisage pas que la politique monétaire redevienne restrictive dans les quatre prochaines années.

Janet Yellen n'a pas exclu une hausse des taux le 28 octobre. L'autre option en 2015 est le 16 décembre. Les marchés monétaires mettent la probabilité de hausse à 15% en octobre et à 30% en décembre. Si la Fed veut réellement délivrer une hausse avant la fin 2015, il va lui falloir prévenir le marché sans ambiguïté.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

-0,0400% -0,70 ⁽¹⁾ ↓
-11,80 ⁽²⁾ ↓

EUR (10 ans)

0,5870% -21,10 ⁽¹⁾ ↓
+4,60 ⁽²⁾ ↑

USD (3 mois)

0,2100% 0,00 ⁽¹⁾ =
+3,00 ⁽²⁾ ↑

USD (10 ans)

2,0368% -18,11 ⁽¹⁾ ↓
-13,44 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2014 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	Deutsche Bahn	3,750%	29.10.2025	99,10%	3,86%	I++	XS1306410249	5.000
EUR	Deutsche Boerse	1,625%	08.10.2025	99,42%	1,69%	I++	DE000A1684V3	1.000
EUR	AB Inbev	1,500%	18.04.2030	85,65%	2,71%	I+	BE6276040431	1.000
USD	Freeport Mc	2,150%	01.03.2017	98,60%	3,20%	I	US35671DAW56	2.000
USD	HP Enterprise	2,450%	05.10.2017	100,31%	2,29%	I	USU42832AA07	2.000
USD	ArcelorMittal	5,125%	01.06.2020	97,00%	5,87%	S+++	US03938LAY02	2.000



■ BEFIMMO (ISIN BE0003678894 - 54,70 EUR)

■ Profil

Befimmo est un investisseur "pure player" dont le métier est de mettre à disposition des immeubles de bureaux de haute qualité situés à Bruxelles, dans les autres villes belges et au Grand-Duché de Luxembourg.

■ Analyse fondamentale

Cours :	54,70 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,99
Ratio Cours/Bénéfice :	14,54
Rendement brut du dividende :	6,06%

■ Notre opinion

Une pensée commune très répandue avance l'hypothèse que lorsque les taux longs progressent (diminuent), les cours des actions du secteur immobilier doivent mécaniquement baisser (augmenter) afin de maintenir "un équilibre naturel" avec le rendement approprié (hausse des taux => baisse des actions => hausse du rendement de ces actions). Mais une fois n'est pas coutume, la réalité des faits met à mal les idées reçues. Nous retiendrons plusieurs éléments :

Au niveau boursier :

- Que les données historiques nous renseignent que la corrélation entre la hausse (baisse) des taux (courts et longs) est très faible avec la performance boursière du secteur immobilier (une simple observation de l'évolution du taux à 10 ans Belge et/ou des taux Euribor par rapport au secteur immobilier suffira pour s'en convaincre).
- Que le risque de taux est significatif lorsque les marchés financiers se situent en bear-market (tendance baissière des marchés).
- Que ce n'est pas tant le niveau absolu ni même la tendance observée sur l'évolution des taux d'intérêts qui a un impact sur les cours de bourse, mais la volatilité des taux : exemples récents avec la très forte baisse des taux long fin 2014 (=> forte hausse du secteur immobilier en Europe), ou à l'inverse, la rapide progression des taux d'avril à juin de cette année (=> repli général du secteur immobilier).

Au niveau de l'entreprise :

- Les études économétriques montrent des résultats cohérents avec la structure bilancielle des entreprises, à savoir que plus l'endettement (= effet levier) est important, plus les bénéfices sont sensibles aux variations des taux : ainsi, les Property Companies (comme Unibail-Rodamco) sont plus exposées au risque de taux que les REITS (comme Befimmo). Néanmoins, nous rappelons que l'ensemble des acteurs de ce secteur mettent en place des politiques de couvertures de taux extrêmement rigoureuses (exemple avec Befimmo : 53% de la dette totale est financée à taux fixe, quant au solde, une partie est couverte au moyen d'instruments financiers).
- Enfin, l'on soulignera qu'une majorité des baux dans le secteur immobilier prévoient des clauses d'indexation des loyers à partir de l'évolution d'indices mesurant l'inflation (exemple avec l'indice de santé en Belgique). De ce fait, les sociétés sont exposées au risque de déflation, une situation qui en théorie survient lorsque les taux longs reculent.

Après ces quelques éléments, passons à présent à l'analyse du dossier Befimmo.

Les chiffres clés sur Befimmo :

- 66% du parc immobilier de Befimmo est loué à des institutions publiques (56% au secteur public belge/10% à la Commission et au Parlement Européen) avec une durée moyenne des baux de 10 ans, viennent ensuite les institutions financières (10% des loyers annuels perçus) et les cabinets du secteur privé (+/- 5% des revenus). La part importante des clients institutionnels ainsi que la durée des baux (en moyenne 8,80 années, contre 8,64 il y a un an) permettent une grande stabilité des cash-flows.
- Environ 60% du parc immobilier se situe dans le centre de Bruxelles (durée moyenne des baux de 7,50 ans), 20% en Flandre (11 ans) et 10% est décentralisé ou en périphérie de Bruxelles (une zone où la demande est plus volatile et où le vide locatif est plus élevé => d'où une durée des baux d'environ 3 ans). Le taux d'occupation sur les immeubles disponibles à la location s'établit à 93,70% au 1^{er} semestre 2015, contre 94,10% fin 2014.
- Au niveau de la structure financière, le ratio d'endettement LTV* progresse de façon marginale sur un 1 an : 47,50% contre 45% en juin 2014.
- Au 30 juin de cette année, 79% des baux signés ont encore une durée de vie supérieure à 3 ans.
- Le rendement net des loyers s'établit à 6,19%, pour un coût de financement moyen annualisé de 2,82%.

* *Loan to value (LTV) : (dettes financières - trésorerie) / juste valeur du portefeuille.*

A l'heure actuelle, le coupon pour chaque action Befimmo s'élève à 3,45 EUR, soit un montant qui représente 88% du bénéfice généré en 2014 (3,90 EUR par action). En se basant sur les perspectives du groupe (source Rapport Financier Annuel 2014) ainsi qu'avec le dernier rapport semestriel, l'on apprend : 1/ que le dividende à 3,45 EUR est maintenu pour l'exercice 2015. 2/ que les bénéfices par action attendus pour 2015, 2016 et 2017 sont respectivement de 3,62 EUR, 3,71 EUR et 3,88 EUR. En maintenant le niveau actuel du dividende, le payout ratio ressort à 95% en 2015, 93% en 2016 et 89% en 2017. Malgré une distribution "très généreuse" au regard des bénéfices dégagés, la qualité de la base clientèle ainsi que la visibilité sur les flux de trésorerie au cours des trois prochaines années ne remettent pas en danger le montant du dividende versé aux actionnaires.

L'ensemble des éléments de cette analyse nous amène à conclure que le marché de l'immobilier de bureau à Bruxelles ne devrait pas connaître un grand bouleversement durant les prochains trimestres (=> stabilisation des revenus). La capacité du groupe Befimmo à générer des bénéfices et in fine à offrir un rendement attractif (6,25% au cours actuel) sont positifs. Les niveaux de valorisation actuel offrent peu de potentiel : la valeur net comptable se situe vers les 55,60 EUR / les modèles de valorisation pointent une valeur intrinsèque proche des 58 EUR. Par conséquent, nous restons à "Conserver" sur ce dossier.



■ LUXE (Europe)

Comparatif sectoriel

(12 acteurs en Europe)

■ L'Etat du secteur

Quid de l'impact de la Chine ?

Après la débâcle boursière et la "dévaluation" du Renminbi, de nombreux investisseurs craignent que le secteur du Luxe ne pâtisse du ralentissement de l'économie de l'Empire du Milieu. En effet, dans la mesure où la demande chinoise est importante dans ce secteur, l'on est tenté de croire que l'indice sectoriel Personal & Household Goods a fortement souffert depuis cet été. Et pourtant, l'observation attentive de l'évolution de cet indice nous renseigne qu'il n'a pas plus souffert que les indices boursiers en général.

Dans un premier temps lors de cette analyse sectorielle, nous rappellerons les éléments clés à connaître sur le secteur du Luxe, puis nous reviendrons sur l'impact des récents événements chinois, pour terminer ensuite sur la valorisation de chaque acteur du secteur.

Panorama du marché du luxe

(rappel de l'analyse du 07/04/2015)

Par grandes zones géographiques, l'Europe et les Etats-Unis se partagent aujourd'hui plus de 30% chacun des ventes mondiales des produits de Luxe. L'Asie (hors Japon) arrive en troisième position avec 21%, et le Japon en quatrième avec 8% des ventes du secteur.

Par consommateurs à présent, les Chinois sont les premiers acheteurs de Luxe au monde (29% du marché mondial du luxe), viennent ensuite les américains (22%), les européens (21%) puis les japonais (13%). Comprendre les facteurs qui influencent le consommateur chinois est donc cohérent.

Lorsque l'on se penche sur les ventes par zones géographiques et par type de consommateurs (consommateurs domestiques ou touristiques), l'on s'aperçoit qu'en moyenne 50% des achats de produits de luxe en Europe et aux Etats-Unis sont réalisés par des consommateurs étrangers : la consommation s'est mondialisée, à tel point que les consommateurs chinois dépensent près de trois fois plus à l'étranger que chez eux. Le poids des événements géopolitiques (exemple avec le 11 septembre 2001, ou encore l'épidémie du SRAS en 2003), économiques ou encore les facteurs monétaires ont donc un impact très important sur les ventes du secteur.

Un problème avec la Chine ?

La "dépréciation"...

Le 11 août dernier, la Banque populaire de Chine a modifié à la marge sa façon de calculer le taux-pivot du yuan (Renminbi) par rapport à un panier de devises. Concernant

le secteur du luxe, la "dévaluation" du yuan fait craindre une perte de pouvoir d'achat pour les consommateurs chinois lorsqu'ils voyagent en Europe ou aux Etats-Unis. Ce scénario avancé est parfaitement rationnel, cependant, la "dévaluation" n'a été que de 3%... pas de quoi donc bouleverser les habitudes des consommateurs chinois (surtout après une appréciation de 35% de la devise depuis 2006 !).

Quid de l'impact boursier ?

La forte baisse des indices boursiers en Chine sur ces trois derniers mois fait craindre une contagion sur la consommation en Chine et *in fine* sur sa croissance économique. Sans revenir sur le fait que la hausse de l'indice de 150% entre juin 2014 et juin 2015 n'avait pas entraîné une frénésie d'achats dans le secteur du luxe (et encore moins une envolée du PIB), il convient de souligner que moins de 7% de la population chinoise détient des actions et que la majeure partie du patrimoine financier est constitué de biens immobiliers (*source Fisher Investment Europe*). En outre, l'Histoire nous apprend que les corrections boursières ont un impact sur l'activité économique réel qu'à partir du moment où la hausse des indices boursier a été durable dans le temps (sur plusieurs années par exemple => créant ainsi un effet de richesse pour les classes moyennes et supérieures) et/ou lorsque le financement des entreprises provient des marchés financiers (aujourd'hui, 75% du financement des entreprises chinoises résulte du crédit bancaire).

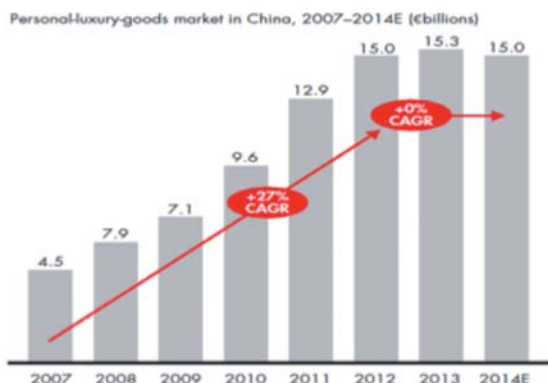
La croissance du secteur du luxe sur le territoire chinois

Sans rentrer dans les débats concernant le degré du ralentissement de l'économie chinoise, force est de constater que les problèmes en Chine ne sont pas nouveaux pour le secteur du luxe. En effet, comme nous pouvons le voir sur le diagramme (voir page suivante), le niveau de croissance du secteur du luxe en Chine est nul depuis ces deux dernières années, aucun acteur du secteur n'est donc pris par surprise.

Concernant à présent les perspectives bénéficiaires du secteur du luxe, nous n'observons pas ces derniers temps de forte révision à la baisse : le consensus des analystes table sur une croissance des bénéfices par action d'environ 8/10% sur le secteur Luxe en 2015 et 2016. Enfin, l'on notera que le 16 septembre dernier, le numéro deux mondial du Luxe (Richemont) a enregistré une croissance de 4% de ses ventes (+16% une fois converties en euros) entre avril et fin août (=> pas d'impact donc concernant la demande chinoise). Cette progression ressort au-dessus des attentes des analystes et s'explique notamment par la solide demande en Europe des touristes étrangers "qui profitent de la faiblesse de l'euro face au dollar et à d'autres devises".

Analyse sectorielle

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



Source: Bain & Company

Conclusion :

La question de l'impact du ralentissement économique en Chine méritera d'être réévaluée au fur et à mesure des nouvelles données économiques, notamment lors de la publication des résultats du troisième trimestre. Même si l'on peut anticiper un léger ralentissement de la demande dans les pays d'Asie Pacifique (=> pays qui sont les principaux partenaires commerciaux de la Chine), la demande en Europe et aux Etats-Unis ainsi que les effets devises vont continuer à soutenir le secteur du Luxe. Concernant la valorisation du secteur, nous retiendrons que contrairement à la dernière fois (analyse du 07/04/2015) les cours des principaux acteurs sont revenus vers des niveaux plus attractifs.

Tableau comparatif

Acteurs	Burberry	Christian Dior	LVMH	Hermès	Ferragamo
Recommandation LAB	Renforcer	Renforcer	Renforcer	Conserver	Renforcer
Valorisation	✓	✓	✓	~	✓
Sentiment	~	~	~	~	~
Tendance	X	X	X	X	X
Fondamentaux	✓	~	✓	✓	✓
Risque	~	✓	~	✓	~
Cours/Bénéfices	16,71x	16,01x	18,03x	29,92x	20,25x
Cours/Actif Net	3,55x	1,57x	2,72x	8,05x	5,95x
Rendement	2,91%	2,19%	2,62%	1,21%	2,29%
Valeur Intrinsèque	1.542 GBP	187,74 EUR	167,87 EUR	332,00 EUR	26,27 EUR
Potentiel	12,11%	13,57%	12,10%	3,98%	12,18%
Acteurs	Kering	Swatch Group	Richemont	Tod's	Hugo Boss
Recommandation LAB	Renforcer	Conserver	Renforcer	Conserver	Renforcer
Valorisation	✓	~	✓	~	✓
Sentiment	~	~	~	~	~
Tendance	X	X	X	~	X
Fondamentaux	✓	✓	✓	✓	✓
Risque	~	✓	~	~	~
Cours/Bénéfices	14,09x	14,17x	18,67	22,22	17,37x
Cours/Actif Net	1,54x	1,50x	2,64	2,79	6,61x
Rendement	3,05%	2,22%	2,36%	2,81%	4,28%
Valeur Intrinsèque	162,79 EUR	378,06 CHF	83,63 CHF	83,52 EUR	114,15 EUR
Potentiel	10,84%	5,90%	11,88%	2,10%	12,58%
Acteurs	Moncler	L'Oreal			
Recommandation LAB	Renforcer	Conserver			
Valorisation	✓	~			
Sentiment	~	~			
Tendance	X	X			
Fondamentaux	✓	~			
Risque	~	✓			
Cours/Bénéfices	21,53x	23,4x			
Cours/Actif Net	12,87x	3,70x			
Rendement	1,09%	2,16%			
Valeur Intrinsèque	18,01 EUR	165,21 EUR			
Potentiel	11,12%	8,76%			

Avertissement

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources fiables sélectionnées avec soin. Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins et ses objectifs d'investissement. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.



Le comité directeur de la banque centrale américaine (FOMC) de ce mois n'a pas débouché sur une hausse symbolique des taux et n'a donc pas mis un frein à la politique de taux zéro aux États-Unis (statu quo). La porte a cependant été laissée ouverte à une première modification des taux, sans doute à la fin de cette année. Les principales questions pour la Fed sont : Quel est l'état actuel de l'économie américaine ? Quelle politique progressive veut-elle mener ? Et surtout : Quelle est l'interaction entre la politique monétaire américaine, ses effets sur les marchés émergents et l'économie mondiale, l'impact de ces derniers sur l'économie américaine ? Dans les portefeuilles, l'exposition aux actions européennes a été accrue après la publication de la décision macro-économique la plus importante du mois – le report du durcissement de la politique monétaire –, et ce, pour les profils de gestion qui investissent en actions. L'augmentation du poids des actions de la zone euro a été réalisée par la souscription dans le fonds Schroder International Fund (en abrégé SISF) EURO Equity. Cet achat s'inscrit dans le réinvestissement d'une partie des actions européennes vendues fin juin, dans l'hypothèse d'un Grexit. La combinaison d'une (poursuite de la) politique monétaire accommodante de la banque centrale européenne et de la valorisation relativement attrayante des actions de la zone euro par rapport aux actions des pays développés soutient ces achats. Concrètement, le fonds d'actions SISF Euro Equity est investi dans environ 60 actions de la zone euro, l'accent étant placé sur les grandes entreprises (c'est-à-dire les grandes capitalisations boursières). Dans ce fonds, l'approche active du gestionnaire Schroders se concentre principalement sur les entreprises qui semblent sous-valorisées. Enfin, le fonds affiche un excellent track record, associé à une tarification raisonnable.

Outre le principal événement sur le plan macro-économique (c'est-à-dire le statu quo décidé par la Fed), le "dieselgate" du groupe allemand Volkswagen a semé la consternation sur les marchés financiers. Ce "dieselgate" est né lorsque Volkswagen, sous la pression de l'agence américaine EPA, a reconnu avoir faussé les émissions de ses véhicules diesel à l'aide d'un logiciel frauduleux. Le logiciel frauduleux, installé dans environ 11 millions de véhicules dans le monde, reconnaît quand la voiture se trouve dans un environnement

de test et peut ainsi contourner les contrôles de pollution. Ce logiciel a été installé pour éviter les possibles coûts de licence (exemple BlueTec de Mercedes), pour améliorer artificiellement les performances (en termes de consommation de carburant) ou pour faire paraître les moteurs diesel "plus propres" qu'ils ne le sont en réalité. Au-delà des frais directs (notamment les rappels de véhicules et les modifications techniques), cette fraude technologique imprévue va également peser sur la croissance et la rentabilité de Volkswagen. Elle va ainsi obliger VW à investir dans les contrôles internes, le marketing et l'image. De plus, la tarification premium pourrait être remise en cause et les ambitions aux États-Unis devront être revues à la baisse. La solvabilité de VW n'est pas en péril à court terme, mais le scandale affectera lourdement la rentabilité du groupe. Comme l'entreprise Volkswagen s'aventure en terrain inconnu, les implications du scandale du diesel peuvent se chiffrer en milliards et le "dieselgate" pourrait même constituer le début de la fin pour les moteurs diesel. Dès lors, nous ne pouvons plus être positifs pour le groupe Volkswagen. Au sein de la gestion discrétionnaire, nous avons élaboré une stratégie de sortie qui doit nous permettre de vendre tant les actions que les obligations à des prix corrects.

Le dernier phénomène traité durant le mois de septembre a été le fort recul des cours des obligations des entreprises brésiliennes. Cette récente forte baisse est une conséquence de la brusque hausse du risque systémique pour les entreprises actives au Brésil. La situation économique précaire du pays, combinée à une révision à la baisse de la notation – désormais "spéculative" – suscite un pessimisme généralisé concernant les actifs brésiliens. Le pays est enfermé dans un cercle vicieux. Le ralentissement de la croissance chinoise et la baisse des cours des matières premières ont détérioré les perspectives du Brésil. De ce fait, la monnaie brésilienne (BRL) se déprécie, ce qui favorise l'inflation. Cette inflation exige à son tour un relèvement des taux, qui assombrit encore plus les perspectives de croissance. Dans ces circonstances tumultueuses, la sortie de crise doit provenir des autorités politiques, qui sont d'ailleurs intervenues fin septembre sur les marchés de devises. Sans cette intervention, seule une stabilisation de l'économie en Chine semble pouvoir infléchir le sentiment des investisseurs.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

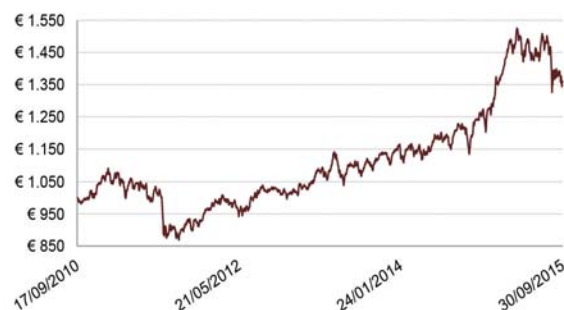
Objectif et stratégie d'investissement

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 30 septembre 2015	1.363,99
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



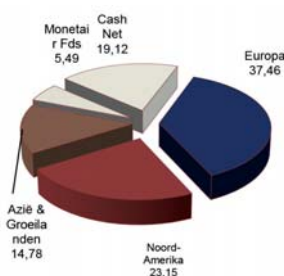
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	12
Nbr. de nouveaux fonds achetés	1
Nbr. de fonds entièrement liquidés	4

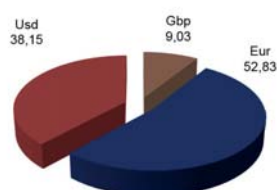
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	9,62	LU	Sicav	Non
Varenne Valeur	Europe	9,32	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,98	UK	OEIC	Non
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	8,18	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	7,08	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
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	1.044,98	1.051,73	1.048,92
mai/15	juin/15	juil/15	août/15	sept/15	oct/15	nov/15	déc/15
1.048,75	1.032,14	1037,21	1.009,25	1.001,66			

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 25 septembre 2015	1.001,66
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (12 décembre 2014) :	986,41

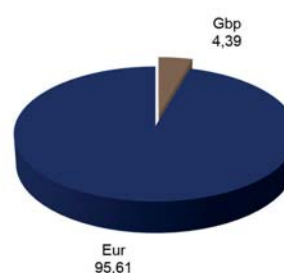
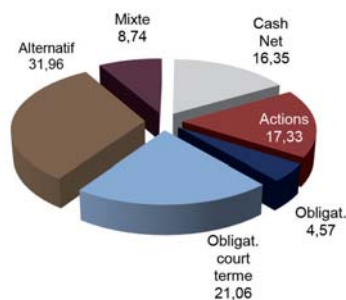
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Exane Asset Management
First Eagle Investment Management LLC
Allianz Global Investors Europe
La Française AM International

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	12
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

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 :	25%
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.

- **Mercredi 28 octobre 2015 : Conférence**
Leleux Invest : La gestion diversifiée active, une valeur ajoutée
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Château de Beloeil, Rue du château, 11 - 7970 Beloeil / 19h
 Orateur : Monsieur Carlo Luigi Grabau, Administrateur chez Leleux Invest et Madame Laetitia de Noyette, Institutional Relationship Manager chez Leleux Associated Brokers.
 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 :

25 septembre 2015