

Edito

Le Gouvernement fédéral belge s'attèle actuellement à la définition du budget 2013. Parmi les nouvelles mesures évoquées par la presse, le thème de la taxation des plus-values boursières est souvent mentionné. La justification avancée est principalement la lutte contre la spéculation boursière, argument qui nous paraît complètement irréaliste, et ce à plus d'un titre.

Cet argument peut être contredit très aisément, simplement en analysant les flux des transactions financières réalisées sur une place financière. Prenons le cas de notre marché de référence, NYSE Euronext. Le premier chiffre qui saute aux yeux est la répartition des volumes entre les investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance, banques, ...) et les investisseurs particuliers. Le premier groupe, qui serait exonéré de cette nouvelle taxation des plus-values, soit parce que d'origine étrangère, soit parce que déjà taxée à 25% dans le cadre de l'impôt des sociétés belges, représente à lui seul plus de 92% des transactions réalisées sur le marché. Et en analysant les flux de transactions sur les autres marchés boursiers européens, force est de constater que cette répartition des volumes est identique sur tous les autres marchés. Croire dès lors qu'un gouvernement pourrait lutter efficacement contre la spéculation en taxant 8% du volume global des transactions semble dès lors tout à fait hors propos.

En deuxième lieu, nos responsables politiques feraient bien de revoir l'histoire boursière des dernières années. En effet, qui dit taxation des plus-values entend également exonération des moins-values. Et les drames qu'ont suscités les débâcles successives de Fortis, Dexia et en général, de la grande majorité des valeurs financières, ont créé des moins-values importantes dans les portefeuilles de la très grande majorité des investisseurs particuliers. Or, si on se réfère au modèle français de taxation des plus-values, les moins-values sont déductibles durant 8 ans. En pratique, cette mesure signifierait que les plus-values taxables seraient neutralisées par les moins-values réalisées jusqu'au moins 2016 (soit 8 ans après

2008, si l'investisseur a revendu sa position à l'époque, ou à la date de revente des titres Dexia, Fortis, etc ...). L'on peut dès lors se poser des questions sur le rendement réel de cette nouvelle taxation, compte tenu des coûts importants qu'impliquerait pour l'Etat fédéral sa mise en place.

En troisième lieu, le constat dressé il y a quelques jours par le président de NYSE Euronext Bruxelles, Vincent Van Dessel, sur l'activité boursière au sein de notre pays, accompagné des retraits de la cote de plusieurs valeurs, devrait plutôt inciter nos dirigeants à favoriser l'investissement dans le capital en risque, au lieu de rechercher de nouvelles manières de le taxer. En quelques mois, le taux de la taxe sur les opérations de bourse a été augmenté à deux reprises de plus de 30%, le taux de précompte mobilier a été augmenté de 40% et une nouvelle cotisation complémentaire de 4%, source de nombreuses tracasseries administratives, est venue encore compliquer un secteur noyé sous de plus en plus de paperasseries administratives. Y a-t-il un seul dirigeant politique qui imagine pouvoir relancer ce générateur d'emploi que sont les PME en pénalisant leur première source de financement naturel qu'est la Bourse ?

Que le Gouvernement ait décidé de renforcer la taxation du capital afin de diminuer la taxation du travail est une décision politique qui ne nous appartient pas, en tant que société de bourse, de critiquer ou de remettre en cause. Mais comme toute taxation, il faut que celle-ci reste simple, neutre, transparente, juste et proportionnée. Si les nouvelles mesures que le Gouvernement fédéral prendra dans les jours qui viennent ne devaient avoir pour conséquence que de détourner des investisseurs honnêtes, désireux d'investir leur patrimoine dans les sociétés et ainsi de leur donner les moyens de créer les emplois de demain, et qu'au lieu de cela, il rabattrait l'épargne sur des carnets de dépôts, le Gouvernement ne ferait que scier un peu plus la branche sur laquelle il est assis.

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

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Atenor	6
	Analyse de Bombardier Inc.	7
	Analyse de EADS NV	8
	Analyse de PinguinLutosa	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	11
	Agenda	12

Olivier Leleux
Administrateur
Exécutif



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

330,76 +2,3%⁽¹⁾ ↑
+5,9%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

2.369,21 -0,2%⁽¹⁾ ↓
+13,7%⁽²⁾ ↑

CAC 40 (France)

3.429,27 +2,2%⁽¹⁾ ↑
+8,5%⁽²⁾ ↑

DAX (Allemagne)

7.260,63 +0,6%⁽¹⁾ ↑
+23,1%⁽²⁾ ↑

FTSE (G-B)

5.782,70 +0,7%⁽¹⁾ ↑
+3,8%⁽²⁾ ↑

SMI (Suisse)

6.595,13 +1,5%⁽¹⁾ ↑
+11,1%⁽²⁾ ↑

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.525,03 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+6,6%⁽²⁾ ↑

DJII (USA)

13.096,46 -2,5%⁽¹⁾ ↓
+7,2%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

2.977,23 -4,5%⁽¹⁾ ↓
+14,3%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

12.422,91 +0,9%⁽¹⁾ ↑
+3,9%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

8.928,29 +0,7%⁽¹⁾ ↑
+5,6%⁽²⁾ ↑

MSCI World

1.301,52 -0,8%⁽¹⁾ ↓
+10,1%⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2011



Croissance US

Une correction de l'investissement des entreprises en partie liée aux incertitudes politiques et budgétaires, une chute des exportations reflétant la lourdeur du cycle global, une correction des stocks liée à la sécheresse estivale, voilà les éléments qui ont pesé sur la croissance du PIB réel américain au 3^{ème} trimestre (2% en rythme annualisé). Tous ces facteurs n'ont pas pour vocation à se répéter indéfiniment. La bonne nouvelle, mais elle est de taille, est venu du côté des ménages. En dépit d'un marché du travail sans grand tonus, leurs dépenses de consommation se tiennent bien et leur investissement immobilier est reparti.

La croissance économique américaine a été estimée à 2% l'an au 3^{ème} trimestre 2012, après 1,3% au deuxième et 2% au premier. L'acquis de croissance sur 2012, c'est-à-dire la croissance moyenne sous l'hypothèse d'un PIB invariant au 4^{ème} trimestre, ressort à 2,1%. L'année 2012 devrait se solder sur une croissance moyenne de 2,2% contre 1,8% en 2011 et 2,4% en 2010. La période sous revue a été affectée par un certain nombre de chocs négatifs, dont l'influence va disparaître ou est amenée à s'atténuer dans un avenir proche.

- il y eu une grave sécheresse dans la région du Midwest, ce qui a provoqué un déstockage massif des produits agricoles pour satisfaire la demande. Hors produits agricoles, les stocks ont nettement monté.
- l'environnement global a été caractérisé par un freinage généralisé de l'activité industrielle et du commerce mondial de marchandises. Sur les mois de juillet-août, le volume mondial des exportations de biens a baissé de 3,9% en rythme annualisé, après un gain de 5,3% l'an au 2^{ème} trimestre. Pour les Etats-Unis, les exportations totales ont baissé de 1,6% l'an (+5,2% l'an au 2^{ème} trimestre).
- le thème du "fiscal cliff" a pris une importance croissante dans les esprits à mesure qu'on s'approchait des dates auxquelles de nouveaux choix budgétaires devront être faits pour éviter un resserrement pouvant avoisiner les 5 points de PIB. Le plafond de la dette publique sera atteint dans le courant du 1^{er} trimestre 2013. Des hausses d'impôts sont programmées pour le 1^{er} janvier. Or, même si l'hypothèse générale est qu'un compromis sera trouvé au Congrès après les élections, il n'en demeure pas moins une incertitude sur la forme de ce compromis. Des enquêtes auprès des chefs d'entreprises ont identifié cette incertitude comme un facteur ayant freiné les choix d'investissement. De fait, les entreprises ont sérieusement levé le pied en matière de dépenses d'investissement, qu'il s'agisse d'équipements et logiciels (stables au 3^{ème} trimestre après une hausse de 4,8% au 2^{ème}) ou de bâtiments (recul de 4,4% l'an). L'investissement des entreprises a reculé pour la première fois depuis 6 trimestres.
- à l'opposé de ces facteurs négatifs, les dépenses publiques ont vivement rebondi (+3,7% l'an). Hormis le fait que depuis 8 trimestres elles étaient un frein, ce qui peut laisser place à correction, on peine à expliquer la vigueur de ce rebond.

En fait, l'élément réellement positif vient des ménages. Avec à la clé une accélération de la consommation (surtout la partie de biens durables avec un fort rebond des ventes d'automobiles) et de l'investissement résidentiel. Le résultat est d'autant plus remarquable que la situation du marché du travail, emploi comme salaires, reste morose. A l'inverse, la contrainte de désendettement est moins forte, maintenant que les prix des maisons ont semble-t-il repris lentement une tendance haussière. Dans ce contexte, on imagine sans peine l'erreur qu'il faut éviter de commettre : un tour de vis budgétaire intempêtif et mal calibré. C'est le travail du prochain Congrès.

Indices PMI

La publication des enquêtes préliminaires auprès des directeurs d'achat en zone euro et en Chine a confirmé que le secteur industriel restait très faible à l'échelon global. Cela étant posé, il y a des différences très nettes entre zones tant en termes de niveau que de direction. En **Chine**, la légère hausse de l'indice PMI porte à croire que le freinage de l'activité économique s'est terminé au 3^{ème} trimestre, ce qui laisse ouverte la possibilité d'une accélération de la croissance en fin d'année. En **zone euro**, à l'inverse, la confiance des industriels, qui a continué de se replier en octobre, annonce une contraction amplifiée de l'activité industrielle au dernier trimestre 2012. Aucun pays n'est épargné, pas même l'Allemagne. Depuis le début de l'été, la France se distingue par un affaiblissement plus marqué que celui de ses voisins.

Chômage UEM

La tendance du chômage est repartie à la hausse depuis plus d'un an dans la zone euro. C'est surtout visible chez les jeunes pour qui le taux de chômage est monté à 23% de la population active. Autre caractéristique préoccupante : la dispersion des taux de chômage n'a jamais été aussi élevée en zone euro. On est sous la barre de 6% en Allemagne et aux Pays-Bas, autrement dit au plein-emploi, alors qu'on dépasse les 25% en Espagne et en Grèce. En terme de direction, la situation est beaucoup plus homogène puisque presque tous les pays connaissent une hausse plus ou moins rapide. Seule exception, l'Allemagne où le taux de chômage est stabilisé depuis plusieurs mois; sur ce qui semble être un plancher structurel. Si on ajoute les politiques d'austérité à ces évolutions négatives du marché du travail, le niveau extrêmement bas du moral des ménages n'a rien de surprenant. Les revenus sont donc contraints, et les dépenses de consommation freinent ou baissent.

Sommet Union Européenne

Lors du sommet européen des 28-29 juin 2012, il avait été annoncé que le "cercle vicieux" entre dettes souveraines et bancaires devait être rompu. Les dirigeants européens avaient lancé les chantiers de l'union bancaire et de l'intégration accrue de la zone euro afin d'assurer la stabilité macroéconomique en cas de chocs extérieurs. Quelques mois et quelques poussées de stress plus tard, l'UE n'a pas fait d'avancée significative dans ces chantiers.



Europe

Depuis le sommet de septembre 2012, les Bourses sont entrées dans une trading range horizontale. Cela signifie que les cours fluctuent dans une plage étroite. Pour le STOXX Europe 600, le bord supérieur est formé par la résistance à 276 points, le bord inférieur par le support à 265 points. C'est le résultat de deux forces contraires. D'une part, un nombre croissant d'entreprises avertissent que les trimestres à venir seront difficiles en raison du ralentissement de la croissance économique qui pèse sur la demande. D'autre part, un certain optimisme règne parmi les investisseurs convaincus que les actions des banques centrales vont améliorer l'environnement économique, notamment en réduisant encore les taux d'intérêt (surtout dans les pays touchés par la crise de la dette). La lutte entre les deux camps peut encore se poursuivre un temps, et la volatilité devrait ainsi rester élevée en Bourse.

États-Unis

L'évolution des cours sur la Bourse américaine est caractérisée par une succession de jours de pertes et de jours de hausse. Résultat : nous n'avons guère enregistré de progrès depuis septembre. De grandes entreprises américaines comme Caterpillar, McDonald's et General Electric se sont montrées très prudentes pour les trimestres à venir lors de la publication de leurs résultats, notamment en raison du recul des commandes et de la baisse des dépenses des consommateurs. D'autre part, certains investisseurs comptent sur un effet dollar positif : la dépréciation de la monnaie américaine ces derniers mois devrait favoriser les exportations.

Pays émergents

Comme nous l'avons déjà souvent écrit ici, les Bourses des principaux pays émergents suivent la tendance des marchés occidentaux. Néanmoins, elles semblent connaître un petit regain de forme ces dernières semaines. Un phénomène surtout imputable à la Bourse chinoise. Après plusieurs années de baisse, il semble qu'un renversement de tendance soit en train de s'accomplir. La croissance de l'économie chinoise subit un net ralentissement et les autorités monétaires du pays ont engagé une politique expansionniste. Un moteur de l'économie chinoise qui tournerait à plus haut régime donnerait une impulsion aux principales Bourses de la région asiatique.

EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	1,10%	14/11
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,00%	0,10%	15/11
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	15/11
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	41,0	19/11
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	20/11
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	93,2	23/11
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-13,50	23/11
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	2,00%	27/11
EMU	Confiance économique	84,4	84,5	29/11
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-3,60%	30/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	51,0	51,7	03/12
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	12/12



USD/EUR (USA)

0,77 -0,9%⁽¹⁾ ↓
-0,1%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,24 -1,1%⁽¹⁾ ↓
+3,8%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,97 -3,2%⁽¹⁾ ↓
-3,7%⁽²⁾ ↓

NOK/EUR (Norvège)

0,14 -0,4%⁽¹⁾ ↓
+4,7%⁽²⁾ ↑

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,0%⁽¹⁾ ↑
-0,3%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,83 +0,1%⁽¹⁾ ↑
+0,8%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,80 -0,8%⁽¹⁾ ↓
+1,6%⁽²⁾ ↑

CAD/EUR (Canada)

0,77 -2,5%⁽¹⁾ ↓
+2,1%⁽²⁾ ↑

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,99 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+2,0%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -0,5%⁽¹⁾ ↓
+7,9%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,35 +0,7%⁽¹⁾ ↑
+11,1%⁽²⁾ ↑

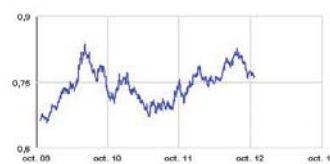
SEK/EUR (Suède)

0,12 -1,8%⁽¹⁾ ↓
+3,8%⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2011
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

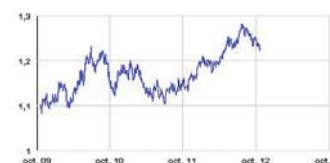
USD/EUR

L'euro surfe sur les vagues des tendances boursières. L'orientation à la hausse de la monnaie unique depuis plusieurs mois coïncide ainsi avec la progression des Bourses européennes. Puisqu'aucun effondrement boursier n'est attendu à court terme, l'euro devrait continuer à s'apprécier.



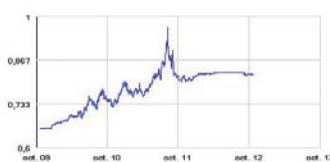
GBP/EUR

Nous voyons apparaître le même scénario dans la relation entre l'euro et la livre britannique. Une baisse de l'euro jusque début août 2012, puis un renversement de tendance qui relève davantage du rebond temporaire que du redressement définitif selon nous. L'euro a laissé derrière lui son bref accès de faiblesse de septembre et opéré un joli rebond face à la GBP en octobre. La nouvelle détérioration de l'économie britannique n'y est pas étrangère.



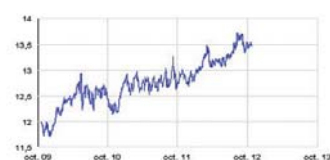
CHF/EUR

Le cours de change a plongé sous les 0,83 euro pour 1 CHF en septembre. Le renforcement de l'euro est imputable à l'intervention de la BCE, qui a incité les investisseurs internationaux à prendre à nouveau un peu plus de risques (lisez : à acheter des actions) – et donc à quitter des valeurs refuges comme le CHF.



NOK/EUR

La couronne norvégienne a suivi le même chemin. La diminution de l'aversion au risque des grands investisseurs a entraîné une hausse de l'euro vis-à-vis de la monnaie scandinave. La baisse subite du cours du pétrole en septembre n'a pas non plus favorisé cette monnaie.



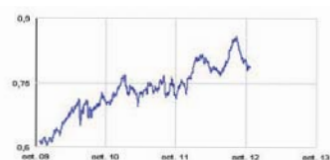
JPY/EUR

Après s'être apprécié vis-à-vis de l'euro depuis avril, le yen a laissé quelques plumes depuis août de cette année. Ce qui est logique après une hausse aussi marquée. Il faut également se souvenir que les investisseurs ont tendance à chercher refuge dans le JPY en période de baisse des Bourses. Puisque les Bourses sont en hausse depuis l'été, les ventes de JPY sont compréhensibles.



AUD/EUR

Concernant le dollar australien, nous pourrions être brefs : la révision à la baisse des prévisions de croissance pour l'économie mondiale se traduit par un recul des prix des matières premières. Monnaie matière première typique, l'AUD en fait les frais.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Gestionnaire de portefeuille



Cibler le niveau des prix, plutôt que le taux d'inflation, est une idée discutée depuis longtemps dans le monde académique. Le principe est le suivant : supposons qu'une banque centrale vise une variation des prix de 2% par an. Selon les phases du cycle économique, l'inflation dépassera ou sera inférieure à cette cible mais, en moyenne, elle sera sur la cible et il n'y aura pas d'écart durable par rapport à la trajectoire optimale des prix. Mais si à la suite d'un choc économique (exemple : la Grande Récession), le niveau d'activité tombe durablement sous son potentiel, il est possible que l'inflation reste très longtemps sous sa cible. A terme, il y aurait un risque de déflation. Dans cette optique, la banque centrale doit choisir la politique monétaire, non pas pour obtenir une variation des prix de 2%, mais pour avoir bien plus que 2%, et cela aussi longtemps que le niveau des prix n'est pas revenu sur sa cible. Cette idée est en train de faire son chemin chez les banquiers centraux. James Bullard, le président de la Fed de Saint-Louis, a prononcé le 4 octobre un discours sur le sujet. Il souligne que dans les faits, la Fed fait déjà du ciblage des prix. Elle a de fait évité la déflation, ce qui n'est pas le cas du Japon. Doit-on franchir une étape supplémentaire et cibler le niveau du PIB nominal ? Mr Bullard rejette cette proposition au motif que le niveau d'activité a subi un choc permanent à partir de 2007.

Tenter de revenir à la tendance du PIB d'avant la crise risquerait de conduire à une politique monétaire irresponsable...

L'une des grandes décisions incombant au prochain président des Etats-Unis sera de choisir un nouveau président de la Fed. Nommé par G.W. Bush, reconduit par Barack Obama, Ben Bernanke occupe cette fonction depuis 2006 et jusqu'en janvier 2014. Avant lui, Alan Greenspan l'avait été pendant 18 ans, Paul Volcker pendant 8 ans. Selon la presse américaine, Ben Bernanke aurait confié qu'il ne souhaitait pas rempiler pour un 3ème mandat. Cette question ne se posera pas si Mitt Romney est élu, Bernanke étant vu comme une incarnation du démon par la base ultra du parti républicain.

En Europe, les rendements obligataires s'élèvent respectivement à 0,51% et 1,49% (+5 points) pour des échéances de 5 et 10 ans. Aux USA, les rendements des obligations d'Etat à 5 et 10 ans ont progressé sur le mois écoulé à respectivement 0,74% (+11 points) et 1,72% (+9 points).

N'hésitez pas à consulter notre site Web www.leleux.be ou à prendre contact avec votre chargé de relations habituel.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 Mois)

0,1970% -2,30 (1) ↓
-115,90 (2) ↓

EUR (10 Ans)

1,4620% +2,00 (1) ↑
-36,70 (2) ↓

USD (3 Mois)

0,2300% -2,00 (1) ↓
-15,00 (2) ↓

USD (10 Ans)

1,6901% +5,66 (1) ↑
-18,61 (2) ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2011 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Gestionnaire de portefeuille



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Atenor	5,375%	26.10.2017	103,25%	4,62%	NR	BE0002188549	1.000
NOK	Linde	2,750%	28.09.2017	100,44%	2,65%	A	XS0835302513	10.000
AUD	Mercedes Australia	3,750%	15.10.2015	99,57%	3,91%	A-	XS0842190612	2.000
NZD	General Electric	4,250%	16.08.2016	100,72%	4,04%	AA+	XS0816713118	5.000
USD	Banque PSA	4,375%	04.04.2016	98,27%	4,93%	BBB-	USF0819HE376	2.000



■ Atenor (ISIN BE0003837540 - 33,81 EUR)

■ Profil

Atenor Group est spécialisé dans la promotion immobilière. L'activité est assurée en Belgique, au Grand-Duché de Luxembourg, en Hongrie et en Roumanie. Le groupe investit dans des projets immobiliers d'envergure répondant à des critères stricts en termes de localisation, d'efficacité économique et de respect de l'environnement. Les principaux actionnaires sont : Sofinim 12%, TRIS 12%, Luxempart 10% et ALVA 10%. Géographiquement parlant le groupe est présent : en Belgique 72% des revenus, Hongrie 14%, Roumanie 12% et Luxembourg 2%.

■ Résultats et perspectives

"Le chiffre d'affaires au 30 juin 2012 s'établit à 26,68 millions d'euros. Il comprend exclusivement les revenus liés au projet UP-Site et des cessions de plusieurs dizaines d'appartements ayant fait l'objet de signatures d'actes authentiques".

"Le résultat opérationnel s'élève à 4,70 millions d'euros, influencé positivement d'une part par la cession des bureaux et appartements cédés au prorata de l'avancement des travaux du projet UP-Site (5,37 millions d'euros) et, d'autre part, par les loyers perçus dans le projet CITY DOCKS à Anderlecht".

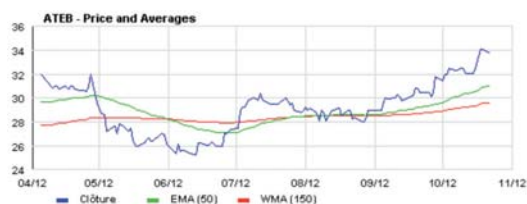
"Au cours du premier semestre, ATENOR a poursuivi le développement de ses projets en portefeuille actant notamment quelques événements majeurs favorables. A la suite de deux nouvelles acquisitions publiées ce jour, le portefeuille compte actuellement 12 projets en développement pour un total de l'ordre de 650.000 m²". Aucun projet supplémentaire n'est actuellement envisagé par le groupe.

■ Analyse fondamentale

Cours :	33,81 EUR
Valeur comptable :	26,32 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,28
Ratio Cours/Bénéfice :	8,37
Rendement brut du dividende :	6,16%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	46,49%

Prochains résultats : 15 novembre 2012 (3^{ème} trimestre 2012)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Business plan du promoteur immobilier

Habituellement les investisseurs qui souhaitent s'exposer en bourse sur l'immobilier Belge ont le choix entre placer leur

argent sur des SICAFI, à l'instar de Befimmo et Cofinimmo, ou bien d'investir sur le promoteur immobilier ATENOR. Pour les 2 premiers, le business plan consiste en la location de biens immobiliers auprès d'institutions publiques (spécialité de Befimmo), d'entreprises privés ou dans des activités spécialisées (exemple avec Cofinimmo et les maisons pour séniors). Le régime SICAFI impose des règles strictes en matière d'endettement (limité à 65% du total des actifs en valeur de marché), d'une distribution (dividende) de 80% du résultat (pour bénéficier de l'exonération d'impôt), et d'une valorisation trimestrielle des biens immobiliers par un expert indépendant. Pour le promoteur immobilier ATENOR, il en est autrement. Son business plan est basé sur 3 grandes phases : une phase d'acquisition de terrain, une phase de développement et de construction du projet (résidentiel et/ou commercial), et une phase de commercialisation avec la vente du bien. Le business d'ATENOR est donc fonction des ventes réalisées dans l'année, et celui des SICAFI, fonction des revenus générés par les loyers. Le cash-flow opérationnel d'ATENOR est donc plus volatile.

De nombreux projets en portefeuille

Plus besoin de réexpliquer la crise des subprimes aux Etats-Unis et de l'impact que celle-ci a eu sur l'immobilier en Europe. Ainsi, après avoir fortement progressé entre 2006 et 2008 (+200%), le résultat net d'ATENOR s'est effondré en 2009 et 2010 (perte de 1,6 millions d'euros). Qu'à cela ne tienne, car à l'instar des montagnes russes qui descendent puis remontent, ATENOR est actuellement sur la bonne voie avec ses 12 projets en portefeuille, dont la gargantuesque tour UP-Site située le long du canal de Willebroek. Selon une étude de la banque KBC Securities, l'ensemble des projets généreront "218 millions d'euros cette année, soit 374 EUR par mètre carré, ce qui est légèrement inférieur (en raison de l'incertitude entourant les projets en Roumanie et Hongrie) à la moyenne historique qui se situe dans une fourchette comprise entre 400/500 EUR par mètre carré". Néanmoins, nous pensons que le bas du cycle est passé et que les 12 projets en cours vont redynamiser les comptes du promoteur immobilier. En cette année 2012, 4 projets immobiliers vont contribuer au résultat : tout d'abord l'hôtel "South City", qui rapportera selon KBC Securities près de 583 EUR par mètre carré. Vient ensuite le fameux projet "UP-Site" qui a dépassé les attentes avec "la prévente de 40% des appartements ainsi que la vente de 3 des 4 immeubles de bureaux". En troisième lieu, vient le projet Trebel (en relation avec le Parlement Européen), qui selon les calculs de KBC générerait une plus-value par mètre carré de 1.031 EUR, soit un gain de 7 millions pour cet exercice. Et enfin, "City Docks" à Anderlecht. Pour synthétiser l'ensemble de ses projets, le portefeuille actuel d'ATENOR et de ses 12 projets immobiliers va générer (selon KBC Securities) près de 21 millions de bénéfice cette année, 26 millions en 2013 (+24%), 33 millions en 2014 (+27%) et 62 millions en 2015 (+88%).

Encore bon marché

Malgré la hausse du titre depuis ce début d'année de 31% (contre 6% en moyenne pour son secteur d'activité en Belgique), l'entreprise est valorisée en bourse à seulement 14 fois son résultat net estimé pour 2012, ce qui est en ligne avec ses concurrents. Avec le franchissement de sa résistance oblique située à 31 EUR et la hausse des volumes, on pourra se renforcer sur le prochain repli dans la zone des 29/31 EUR, avec comme premier objectif les 34/36 EUR.



■ Bombardier Inc. (ISIN CA0977512007 - 3,76 CAD)

■ Profil

Le chiffre d'affaires par famille de produits et services se ventile comme suit : "Aéronautique", (54% des recettes) : Bombardier Aéronautique est un leader mondial dans la conception, la fabrication et le soutien de produits d'aviation novateurs sur les marchés des avions d'affaires (Learjet, Flexjet, Challenger et Global), des avions commerciaux (CSeries), des avions spécialisés (appareils Bombardier adaptés à des missions spéciales); "Transport sur rail", (46% des recettes) : Bombardier Transport est le leader mondial de l'industrie du transport sur rail. Le portefeuille d'activité comprend les véhicules de transport sur rail, les systèmes de propulsion et de contrôle etc. Le chiffre d'affaires se répartit comme suit : 28% Europe, 24% USA, 10% Royaume-Uni.

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires de 4,2 milliards de dollars est en diminution, comparativement aux 4,7 milliards de dollars de l'exercice précédent. L'EBIT de 220 millions de dollars (5,3% des revenus) est en baisse de 26%, comparativement aux 296 millions de dollars, (6,2% des revenus) de l'année dernière. Cela s'explique principalement en raison d'effets de changes négatifs, de la hausse des coûts en recherche et développement et de la hausse de certaines charges d'exploitations. Le résultat net de 182 millions de dollars (BPA de 0,10 USD) recule de 20%, comparativement aux 211 millions de dollars (BPA de 0,12 USD) en 2011.

Comme prévu, les revenus de Bombardier ont baissé au deuxième trimestre. Pour la fin de cette année, Pierre Beaudoin, le président de Bombardier s'attend toutefois "à ce que les revenus pour l'ensemble de l'exercice soient semblables à ceux de l'an dernier".

■ Analyse fondamentale

Cours :	3,76 CAD
Valeur comptable :	0,70 CAD
Ratio Cours/Valeur Comptable :	5,36
Ratio Cours/Bénéfice :	7,80
Rendement brut du dividende :	2,81%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	375,54%

Prochains résultats : 7 novembre 2012 (3^{ème} trimestre 2012)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Difficile environnement économique...

En bourse il est toujours plus facile de perdre la confiance des investisseurs que de la reconquérir. Et c'est en somme

l'histoire de Bombardier et de son parcours boursier, avec un titre qui ne "décolle pas". Plusieurs raisons fondamentales expliquent pourquoi les investisseurs rechignent encore à investir. Tout d'abord, le poids de la dette est très important et ne cesse d'augmenter depuis 2009, ce qui impacte d'une part le bilan comptable de Bombardier mais aussi son compte de résultat (avec la hausse des charges financières). Deuxièmement, le secteur de l'aéronautique dans les pays occidentaux ne se porte pas au meilleur de sa forme (exemple avec American Airlines qui est en faillite, Air France en restructuration, et les grèves chez Lufthansa), car il se trouve confronté depuis plusieurs années à la faible croissance économique et à une vive concurrence au niveau international. Et puisqu'un mal ne vient jamais seul, la cure d'amaigrissement des Etats touche bien évidemment la partie construction de Bombardier.

...mais résiste encore bien

L'activité globale (Aéronautique/Transport) de Bombardier s'est contractée au 2^{ème} trimestre : -12,15% par rapport à la même période en 2011. Dans le détail, le chiffre d'affaires de "Bombardier Aéronautique" (54% de l'activité au Q2) a progressé de 8,63%, avec une marge brute en léger recul de 0,5%. La progression de cette activité s'explique par la hausse des ventes de jets privés (+35%) qui compense le recul de la division avions commerciaux (-31%). Dans son rapport trimestriel de juin, Bombardier annonce que l'entreprise NetJets (location de jets privés) "a commandé 100 avions Challenger avec une option de 175 autres appareils". Sur la base des prix de vente actuelle, le montant avoisinerait (hors l'option des 175 avions) les 2,6 milliards de dollars en espèces sonnantes et rébuchantes... soit un trimestre de chiffre d'affaires pour cette activité. Malgré la hausse du nombre de passagers en 2012 au niveau mondial, et in fine des besoins en avions de ligne, le groupe Bombardier n'a pas su en profiter (contrairement à EADS : voir analyse du 26/09/2012) de cette demande sur les 2 premiers trimestres. Pour la branche "Bombardier Transport" (40% de l'activité au Q2), les revenus ont baissé de 30% et la marge s'est contractée de 1 point. Fâcheux, car c'est l'activité la plus rentable avec une marge d'exploitation de 6,2% contre 4,5% pour l'aéronautique. Ce recul s'explique principalement par l'arrivée à expiration de nombreux chantiers en Asie, et par le ralentissement de l'activité en Europe.

Rattrapage boursier à prévoir ?

Dans notre analyse du 6 janvier 2012, nous avons recommandé comme opinion à "conserver" sur le titre. 9 mois plus tard, nous sommes un peu plus confiants malgré le poids de la dette qui est toujours présent et les ratios de solvabilités qui se sont encore détériorés avec la baisse de l'activité. En effet, il ne faut pas jouer les Cassandre sur le dossier Bombardier, car le carnet de commandes reste solide avec 56,9 milliards de dollars au 30 juin 2012, comparativement aux 53,9 milliards de dollars en décembre 2011. De plus, les chiffres du 2^{ème} trimestre restent de bonne facture au regard de l'environnement économique, et le groupe s'attend à "une poursuite des investissements dans le secteur ferroviaire avec diverses nouvelles commandes". Le titre est depuis longtemps sous-valorisé et certaines compagnies aériennes repartent à la hausse en bourse. Le signe avant-coureur d'un rebond pour le secteur aérien ? Un renforcement sur les niveaux 3,70/3,50 CAD pour les investisseurs à long terme qui souhaitent parier sur le rattrapage de Bombardier en bourse. Stop loss à 3,30 CAD.



■ EADS NV (ISIN NL0000235190 - 26,55 EUR)

■ Profil

EADS est le n°1 européen et le n°2 mondial de l'industrie aéronautique, spatiale et de la défense. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit : avions (76,3%) avec les avions commerciaux d'Airbus (81,1% du CA ; n°1 mondial des avions de plus de 100 sièges) ; systèmes de défense et de sécurité (11,4%) notamment systèmes de missiles (n°1 mondial) ; équipements spatiaux (10,1%) ; autres (2,2%). La répartition géographique du CA est la suivante : France (9,7%), Allemagne (10,3%), Europe (22,1%), Asie-Pacifique (29,1%), Amérique du Nord (11,9%), Moyen Orient (10,4%) et autres (6,5%).

■ Résultats et perspectives

"Le chiffre d'affaires de 24.934 milliards d'euros (premier semestre 2011 : 21.936 milliards d'euros) augmente de 2,998 milliards d'euros, principalement en raison d'Airbus Commercial (+2,121 milliards d'euros), Eurocopter (+600 millions d'euros) et Astrium (+314 millions d'euros). Toutes les branches, à l'exception d'Airbus Military, ont contribué positivement à la hausse des revenus".

"Le résultat net est en progression de 445% à 594 millions d'euros au premier semestre et le résultat opérationnel (Ebit) avant éléments exceptionnels en progression de 89% à 1,4 milliard d'euros".

Avec une anticipation de la parité EUR/USD à 1,35 EUR, le groupe EADS attend une croissance annuelle de ses revenus de 10%. Au niveau du bénéfice par action il est attendu par le groupe à 1,95 EUR (contre 1,39 EUR fin 2011).

■ Analyse fondamentale

Cours :	26,55 EUR
Valeur comptable :	13,98 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,90
Ratio Cours/Bénéfice :	10,84
Rendement brut du dividende :	2,76%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	0,00%

Prochains résultats : 8 novembre 2012 (3^{ème} trimestre 2012)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Rien à redire sur les fondamentaux

Les 6 premiers mois de cette année commencent sur les chapeaux de roues et surtout sans encombre. Le titre progressait en bourse (jusqu'à 30% mi-avril), Tom Enders le successeur de Louis Gallois prenait les rênes du groupe en juin, et les prévisions pour l'année 2012 ont été relevées. Pour en croire, lors du 1^{er} semestre le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 14% à 24,9 milliards d'euros, soutenu par la croissance de 13% (à 17,246 milliards d'euros) des ventes d'Airbus. Excepté Airbus Military, toutes les branches d'EADS ont vu leurs revenus progresser, et malgré une charge de 124 millions d'euros (pour le deuxième trimestre) en raison d'un retard sur l'A350, cela n'a pas empêché le groupe EADS d'afficher un résultat net à 594 millions d'euros au premier semestre, en progression de 445%. Les fondamentaux sont donc bons, et aujourd'hui encore nous apprenions que Lion Air (compagnie aérienne dans l'Asie du Sud-Est) était sur le point "de passer une commande de 100 Airbus pour répondre à la demande croissante du transport aérien dans les pays d'Asie".

Puis vint l'annonce du 12 septembre...

Politique/Sécurité nationale/Business : 3 termes, 3 problèmes. Le 12 septembre dernier, nous apprenions par une fuite dans la presse le mariage (probable) entre EADS et son homologue anglais BAE Systems. Ce rapprochement donnerait naissance à un ensemble baptisé "BAEADS" qui deviendrait le leader mondial avec un chiffre d'affaires de 78 milliards d'euros contre 62 pour l'américain BOEING. Or le dossier connaît de nombreux freins. Tout d'abord, c'est un problème politique. Le groupe est en effet détenu par l'Etat français (15% + 7,5% par Lagardère) et par l'Etat allemand (non présent directement) via Daimler (15%) et un consortium de banques et d'actionnaires publics (7,5%). La parité est donc assurée (22,5% chacun). Cependant Daimler souhaite se désengager et Berlin garder la parité. Ensuite, viennent les questions de la sécurité nationale, car BAE est un fournisseur important pour le Pentagone et cette fusion pourrait mettre à mal l'étanchéité portant sur la sécurité militaire entre d'un côté les Etats-Unis et l'Europe. Enfin et si cela ne suffisait pas, la presse britannique semble affirmer que BAE Systems serait prêt « à abandonner la fusion si la présence des Etats français et allemand entraînait une remise en cause des importants contrats avec le ministère de la Défense Américain. Vous l'aurez bien compris, le dossier est actuellement très attrayant (création d'un numéro 1 mondial dans l'aéronautique/défense) mais aussi très incertain...

A quand l'épilogue ?

Bien malin qui pourrait répondre. A court terme cependant, les investisseurs ne semblent pas séduits par ce projet de fusion comme en témoigne la chute de 15% de l'action dans les 2 jours qui ont suivi l'annonce. Sur le plan boursier, les modèles de valorisation renseignent une valeur théorique proche des 27 EUR, ce qui offre un potentiel de 9% au cours actuel. Mais malgré cela, vous l'aurez bien compris, c'est "le politique" qui a, à présent, la main sur ce dossier industriel.



■ PinguinLutosa (ISIN BE0003765790 - 12,15 EUR)

■ Profil

PinguinLutosa est un groupe agroalimentaire organisé autour de 3 familles de produits : légumes surgelés (75,3% du CA) : petits pois, pois chiches, haricots verts, fèves, pousses de soja, carottes, navets, choux, etc. Par ailleurs ; conserves de fruits et de légumes (17%) et spécialités de pommes de terre (7,7%) : marque Lutosa. Les produits sont destinés aux marchés de l'industrie alimentaire, des services de restauration et de la distribution. La répartition géographique du CA est la suivante : Belgique (10,1%), Royaume Uni (22,8%), France (20%), Allemagne (10,1%), Europe (24,6%) et autres (12,4%). Le principal actionnaire est : Food Invest. Inter. avec 20,52%.

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires au 30 juin 2012 présenté ci-dessus inclut le chiffre d'affaires du Groupe Scana Noliko (la division 'conserves') pour une période de 3 mois. La division 'légumes surgelés', qui a été reprise du Groupe CECAB ('L'Activité CECAB'), a également contribué pour une période de trois mois au chiffre d'affaires. Les acquisitions réalisées n'ont donc pas été incluses dans les chiffres du 30 juin 2011, ce qui rend la comparaison très difficile.

"PinguinLutosa constate que les résultats dans chacune de ses divisions augmentent depuis le quatrième trimestre de 2011. Ceci grâce aux conditions de marché plus favorables aussi bien pour l'achat que la vente et aux bons rendements opérationnels dans les usines".

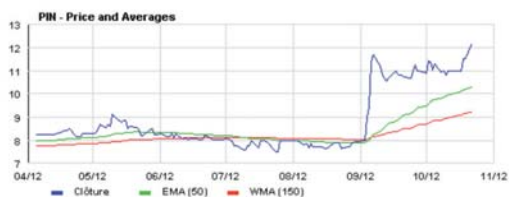
Le Conseil d'Administration et la direction s'accordent à dire que le groupe dispose "des fondations pour assurer la croissance à long terme du chiffre d'affaires et de la rentabilité. C'est pourquoi PinguinLutosa continuera à investir afin d'améliorer la performance et l'efficacité de son outil de production actuel".

■ Analyse fondamentale

Cours :	12,15 EUR
Valeur comptable :	13,31 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,91
Ratio Cours/Bénéfice :	16,06
Rendement brut du dividende :	0,00%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	48,84%

Prochains résultats : 15 novembre 2012 (3^{ème} trimestre 2012)

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Un groupe qui a fait

En 1965, les frères Dejonghe ont créé une entreprise de surgelés : Pinguin. Aujourd'hui, PinguinLutosa Food Group

est l'un des plus grands acteurs en Europe et se concentre autour de trois secteurs : les légumes surgelés, les pommes de terre et les conserves. Le groupe dessert tous les segments de clientèle : cela va de la grande à la moyenne distribution, à la restauration hors domicile via des grossistes, en passant par le fast food et l'industrie alimentaire. Au début des années 2000, après être entré en bourse (à 22 EUR en juin 1999), le groupe Pinguin a réussi à prendre le contrôle de sociétés étrangères, et en particulier au Royaume-Uni. En 2005, avec l'acquisition de Lutosa, le groupe alimentaire élargit son portefeuille de produits avec les pommes de terre surgelées. Six ans plus tard, le groupe prend le contrôle de l'entreprise française d'Aucy Frozen Foods. Sur l'exercice 2011/2012, PinguinLutosa s'empare à la fois de Scana Noliko (segment des conserves) et de CECAB (légumes surgelés) qui lui permettra "de s'étendre géographiquement sur la division des surgelés". Tout dernièrement, le titre a fait un bond de 13% en bourse, lorsque le groupe a communiqué un accord de principe sur la cession de la division Lutosa. Aux dernières nouvelles, ce serait l'Américain Lamb Weston qui aurait acquis cette division pour un montant de 225 millions.

Repositionnement stratégique sur les activités "Convenience"

De 1999 à aujourd'hui, le cours de PinguinLutosa a été divisé par 2. Sur cette même période, l'indice Bel20 a reculé de 24% tandis que le concurrent Bonduelle se distingue avec une hausse de 302%, grâce notamment à une présence internationale plus marquée, à une marge EBITDA supérieure. Pour analyser le marché du légume élaboré (croissance de 1,5% en Europe), il faut avoir à l'esprit que ce secteur a connu 3 évolutions successives qui reflètent la transformation des habitudes de consommation des ménages. Tout d'abord, il y a eu l'apparition de la conserve au début du 20^{ème} siècle (24% des revenus au Q1 2012/2013), mais depuis près de 30 ans cette activité est mature. Ensuite, sont apparus les produits surgelés dans les années 70 (45% des revenus au Q1 2012/2013). Cette activité a connu une forte croissance mais semble elle aussi montrer des signes de maturité dans nos pays occidentaux. Et pour finir, est apparu le marché des plats préparés. Ce marché offre encore un fort potentiel de croissance (surfant sur la réduction de la taille des ménages, de la baisse du temps consacré à la préparation des repas, etc.) et c'est pour cela que le groupe souhaite mettre son "focus stratégique" sur les plats préparés via Pinguin Convenience Cuisine. La cession de l'activité Lutosa (division "pommes de terres") est donc en ligne avec les objectifs affichés.

Dilemme...

En bourse, PinguinLutosa et Bonduelle sont très faiblement valorisés et actuellement le groupe belge surfe (à l'instar des dernières cessions et acquisitions réalisées de 2002 à aujourd'hui) sur l'annonce de la cession de la division Lutosa. Si le recentrage sur l'activité "convenience" porte ses fruits, le titre prendra de la hauteur. Malheureusement, les derniers chiffres publiés par Bonduelle en ce début d'octobre, montrent que "la consommation en Europe reste incertaine" et que les "volumes sont mal orientés". Nous restons donc à conserver dans l'attente des prochains chiffres qui apporteront un meilleur éclairage sur l'activité "convenience".

Gestion de portefeuilles

Alain Zilberberg
Gestionnaire de portefeuille



Si l'on se penche sur le Quantitative Easing (QE) de la Fed depuis 2008, il convient de rappeler que, contrairement à d'autres banques centrales, la Fed a une double vocation : protéger contre l'inflation ainsi que contre le chômage. Ce dernier objectif explique pourquoi, peu de temps après la grande récession (2007-2009), la Fed a fait tout son possible pour relancer la demande économique, la production et l'emploi. Les achats de titres du gouvernement et de MBS (mortgage-backed security) sont des moyens pour déclencher différents effets macroéconomiques, tous dans le but de doper la demande économique. Les principales méthodes peuvent être résumées comme suit :

- les taux d'intérêt : méthode qui consiste à retirer du marché les titres d'actifs porteurs d'intérêts. La demande soutenue de la Fed dope les prix et fait par conséquent baisser les taux d'intérêt à long terme. Ce levier profite aux investissements dans le marché immobilier, vu qu'ils sont souvent financés par des emprunts à long terme.
- la politique monétaire : des opérations non stérilisées d'open-market dopent la base monétaire (e.a. les financements aux banques commerciales) et la masse monétaire si les obligations sont achetées par des sociétés non financières. Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation des réserves monétaires devrait accélérer la croissance du PIB nominal.
- les taux de change : l'augmentation du ratio entre la masse monétaire américaine et le reste du monde devrait faire tomber le taux de change du dollar (d'autant plus si les taux d'intérêts américains baissent), ce qui fait grimper la part du PIB réel créée en externe.
- les effets de richesse : abaisser les taux d'intérêt à long terme devrait augmenter la valeur des obligations mais aussi celles des actions et des autres actifs risqués compte tenu des relations d'équilibre entre classes d'actifs. L'augmentation conséquente de la richesse privée financière est censée doper la consommation, toutes choses égales par ailleurs.

Par conséquent, il existe en théorie plusieurs voies permettant au QE de relancer l'économie et l'emploi même dans une situation de "piège des liquidités". Il existe des inconvénients au QE :

- le fonctionnement du marché peut être entravé si la Fed ne devient pas l'acheteur dominant.

- les investisseurs peuvent perdre confiance dans la capacité de la Fed à exécuter sa "stratégie de sortie", entraînant une hausse de l'inflation.
- les investisseurs peuvent être amenés à prendre trop de risques.
- la Fed peut faire des pertes financières qui finissent par se répercuter sur les finances publiques.

La Fed a annoncé en septembre dernier qu'elle lancerait une nouvelle vague de rachats d'obligations ou QE3. Il s'agit du troisième programme d'assouplissement monétaire quantitatif lancé par la Fed depuis 2008. Etant donné les taux d'intérêt relativement bas, ce QE3 devrait impacter l'économie américaine par le biais du taux de change. Comme la masse monétaire américaine est plus importante que jamais, ce QE est un processus capable de déprécier le dollar. Il semble s'être enclenché lorsque l'EUR/USD a touché son plus bas à 1,20 le 24 juillet 2012. Evidemment, l'efficacité de cette voie est fortement tributaire d'une amélioration sur le front de la viabilité de la dette dans la zone euro. Tout renversement du récent processus de stabilisation via le lancement du MES (Mécanisme Européen de Stabilité) et des OMT (Outright Market Transactions) ferait rapidement remonter le billet vert vu que les investisseurs le plébisciteraient à nouveau pour son statut de valeur refuge face aux menaces qui pèsent sur la zone euro.

Cela dit, si cette tentative de QE3 venait à fonctionner et si la demande économique était effectivement relancée, la Fed ne serait pas au bout de ses peines puisqu'elle devrait mettre en œuvre la "stratégie de sortie". Par conséquent, les liquidités excédentaires en circulation devraient être purgées, moins de crédit et la masse monétaire pourrait devenir ingérable avec des retombées en matière d'inflation. Sachant que pour la Fed, une sortie impliquerait surtout de vendre les immenses réserves de bons du Trésor et de MBS accumulées dans son bilan, le gouvernement devrait se confronter au risque d'affaiblir considérablement les marchés obligataires et de voir les taux d'intérêt monter en flèche, remettant ainsi l'économie sur la voie de la récession. L'expérience montre que lorsqu'on arrive à ce tournant décisif, l'influence du gouvernement l'emporte sur celle de la banque centrale et la croissance monétaire n'est plus maîtrisée. C'est ainsi qu'ont débuté de nombreux cycles d'inflation.

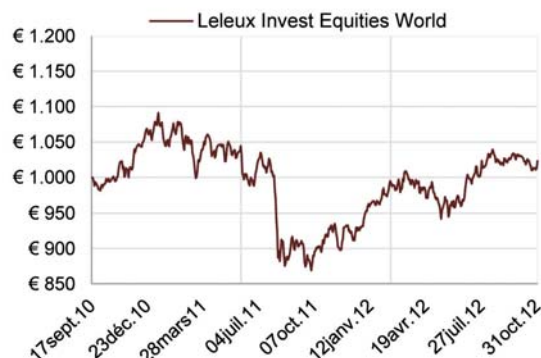
Ben Bernanke clame haut et fort, que cette fois-ci, ce ne sera pas pareil. Les investisseurs à long terme espèrent qu'il aura raison.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



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



Valeur nette d'inventaire

VNI au 31 octobre 2012	1.023,14 EUR
VNI plus haut (11 janvier 11) :	1.091.06 EUR
VNI plus bas (3 octobre 11) :	869,16 EUR

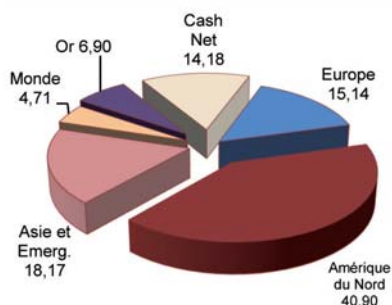
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	17
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

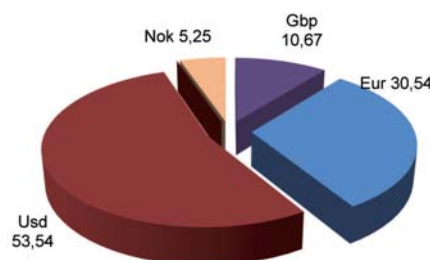
Principales positions en portefeuille (%)

Noms des Fonds	Region/Sect	Poids (%)	Nat. ¹	F.J. ¹	O.P. ¹
UBAM Neuberger-Bermann US Eq Value	Etats Unis	6,53	LU	Sicav	Oui
Brown Advisory US Eq Growth Fund	Etats Unis	6,52	IRL	OEIC	Non
PIM America FCP	Etats Unis	5,89	FR	FCP	Non
Comgest Growth Europe	Europe	5,45	IRL	OEIC	Oui
First State Global Emerging Mkts Leaders Fund	Pays Emergents	5,38	UK	OEIC	Non

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

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

Avertissements

Tout renseignement contractuel relatif au fonds renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be.

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

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

■ **Jeudi 29 novembre 2012 : Conférence**

Le modèle de portefeuille Leleux Associated Brokers : atouts et suivi.

Langue : Néerlandais
 Lieu / Heure : Salons Georges, Hogeschoolplein à Louvain / 19h
 Orateur : M. Geert Van Herck, Analyste financier
 Inscriptions : Agence de Louvain :
 - M. H. Billiau - Tél: +32 16 30 16 32
 - M. B. Muermans - Tél: +32 16 30 16 31

■ **Mercredi 5 décembre 2012 : Conférence**

**Incursion dans le monde des ETF's : vérités et mythes au sujet des ETF's (NL).
 Commentaires sur le climat boursier actuel (NL).**

Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers : atouts et suivi (FR).

Langue : Néerlandais - Français
 Lieu / Heure : Royal Sailing Club, Eilanderskaai 7/1 à Gand / 19h
 Orateur : Mme Leen Van Wambeke, Senior Business Development Manager
 Benelux chez Euronext
 M. Geert Van Herck, Analyste financier
 M. Frédéric Liefverinckx, Attaché à la Direction
 Inscriptions : Agence de Gand :
 - Mme I. Vingerhoedt - Tél: +32 9 269 93 01
 - M. Ch. Clopterop - Tél: +32 9 269 96 00

■ **Lundi 10 décembre 2012 : Conférence**

**Une diversification optimale délivre plus de rendement :
 IBRA remplit ses promesses.**

Quel potentiel haussier sur les marchés en 2013, et comment se positionner ?

Langue : Néerlandais
 Lieu / Heure : Golfclub "De Kluizen", Zandberg 6 te Aalst / 19h
 Orateur : Mme Mieke Hofman, Senior Wholesale Sales Manager Invesco Belgium
 M. Geert Van Herck, Analyste financier
 Inscriptions : Agence d'Alost :
 - M. Ph. Ronsse - Tél: +32 53 60 50 51
 - M. S. Van den Bogaert - Tél: +32 53 60 50 52

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
GENT	K. Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
HASSELT – KERMT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK – SINT-AMAND	St-Amandsplein, 2/1	Tél: +32 56 37 90 90
– RAVEEL	Kleine Leiestraat, 1	Tél: +32 56 37 90 80
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE – SAINT-PAUL	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
– GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Av. Winston Churchill, 137	Tél: +32 2 340 95 70
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 octobre 2012