

Edito

Durant l'année 2012, le Gouvernement belge a procédé à deux reprises à une augmentation des taux de la taxe sur les opérations de bourse (soit une augmentation de 30% au 1^{er} janvier 2012, suivi d'une nouvelle augmentation de l'ordre de 30% en moyenne au 1^{er} août 2012). De même, le Gouvernement français a instauré, le 1^{er} août de l'année dernière, une taxe sur les transactions financières (TTF) de 0,20% sur le montant brut des transactions d'achat d'actions de sociétés ayant leur siège social établi en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1^{er} janvier de l'année en cours. Depuis début mars, c'est au tour du Gouvernement italien d'avoir mis en place une nouvelle taxe sur les transactions financières, entrant en vigueur le 1^{er} mars 2013, et dont le taux varie entre 0,12 % et 0,22 % du montant brut des transactions d'achat sur certaines valeurs italiennes.

S'il est aisément compréhensible que la majorité de la population de ces trois Etats membres de l'Union européenne soit favorable à une imposition plus importante des transactions financières, il est cependant profondément regrettable que les gouvernements de ces Etats décident d'avancer en ordre dispersé, alors qu'au même moment, le projet de créer une taxe sur les transactions financières à l'échelle de l'Union européenne est en train d'aboutir. Certes, cet accord ne concernerait que 11 Etats membres dont la France, la Belgique, et l'Italie, mais aussi l'Allemagne, l'Espagne, le Portugal, l'Autriche, la Grèce, la Slovaquie, la République tchèque et l'Estonie. Cependant, une approche commune aurait été appréciée et ce, à plus d'un titre.

Tout d'abord, les modifications des régimes fiscaux concernant le secteur financier au sein des Etats membres créent des situations de distorsion au sein même du marché commun. Au lieu d'évoluer vers une harmonisation des différentes fiscalités européennes, les investisseurs assistent, dépités, à une fuite en avant de la plupart des gouvernements nationaux, à la recherche de nouvelles rentrées fiscales afin d'équilibrer leur budget. Ces distorsions au sein du marché unique engendrent à leur tour des distorsions de concurrence, incitant certains épargnants à choisir un intermédiaire financier en fonction de la fiscalité applicable dans le pays de

l'intermédiaire en question. C'est notamment le cas de la taxe sur les opérations de bourse belge, dont le secteur financier a, à maintes reprises dénoncé les conséquences néfastes sur le secteur financier belge.

En deuxième lieu, ces modifications à répétition ne permettent plus à un investisseur d'effectuer une planification à moyen terme de ses investissements financiers et sont de nature à créer une relative incertitude, voire une certaine méfiance. Les différentes taxes mises en place modifient en effet substantiellement les perspectives de rentabilité de ces investissements et auraient pu, si elles avaient été connues de l'investisseur avant la réalisation de son placement, modifier son choix. Qu'une nouvelle taxe soit mise en place peut être gérable et totalement compréhensible : cependant, lorsque l'on assiste, à l'échelle européenne, à des modifications quasi trimestrielles de la fiscalité applicable, il devient tout à fait irréaliste de planifier sur plusieurs années un investissement en valeurs mobilières sur base d'une rentabilité attendue. Une telle instabilité devient dès lors malsaine et handicapante pour les investisseurs particuliers.

Finalement, la précipitation entourant la mise en place de ces nouvelles taxes (le Gouvernement italien n'a publié qu'une partie des conditions d'applications de la taxe, et ce le 26 février 2013, soit 3 jours avant sa mise en application) ne permet pas aux intermédiaires financiers d'avertir en temps et en heure leurs clients, ni de préparer leurs organisations respectives à une correcte perception, en pleine transparence, de ces nouvelles taxes.

Il est dès lors grand temps que les gouvernements nationaux entrent dans un mécanisme de réelle concertation et de meilleure préparation de ces changements fiscaux, et ce non plus à une échelle nationale, mais à une échelle européenne, et dans une perspective de moyen terme. C'est le seul moyen de créer un cadre serein, concurrentiel et transparent si l'on veut continuer à promouvoir le capital à risque sur le territoire de l'Union européenne.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi, au nom du Conseil d'administration et de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, de vous souhaiter une excellente lecture de notre revue mensuelle.



Olivier Leleux
Administrateur
Exécutif

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de Gazprom	6
	Analyse de GDF SUEZ	7
	Analyse de KPN	8
	Analyse de Yara International	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	11
	Agenda	12

Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

340,53 -3,9%⁽¹⁾ ↘
-0,6%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

2.569,17 +1,9%⁽¹⁾ ↗
+3,8%⁽²⁾ ↗

CAC 40 (France)

3.723,00 -0,3%⁽¹⁾ ↘
+2,3%⁽²⁾ ↗

DAX (Allemagne)

7.741,70 -0,4%⁽¹⁾ ↘
+1,7%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

6.360,81 +1,3%⁽¹⁾ ↗
+7,9%⁽²⁾ ↗

SMI (Suisse)

7.593,67 +2,7%⁽¹⁾ ↗
+11,3%⁽²⁾ ↗

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.647,04 +0,2%⁽¹⁾ ↗
+2,7%⁽²⁾ ↗

DJIA (USA)

14.054,49 +1,4%⁽¹⁾ ↗
+7,3%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

3.160,19 +0,6%⁽¹⁾ ↗
+4,7%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

12.821,83 +1,1%⁽¹⁾ ↗
+3,1%⁽²⁾ ↗

NIKKEI (Japon)

11.559,36 +3,8%⁽¹⁾ ↗
+11,2%⁽²⁾ ↗

MSCI World

1.405,18 +0,0%⁽¹⁾ ↗
+5,0%⁽²⁾ ↗

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2012



Chaque fois que l'euro s'apprécie de manière notable, certains dirigeants européens s'en inquiètent. Le dernier en date étant le président français qui a évoqué ce point devant le parlement européen. De son côté, la Banque Centrale Européenne temporise. Il est évident qu'une banque centrale ne peut poursuivre plusieurs objectifs. La BCE a une mission de stabilité des prix, et en pratique, elle a fait évoluer ce mandat vers la stabilité financière. On voit mal la BCE s'engager dans une "guerre des changes" au risque d'alimenter l'instabilité des marchés.

Vers une "guerre des changes" ?

Voilà plusieurs semaines que la thématique de la "guerre des changes" refait la une des marchés financiers. C'est la conséquence directe d'un changement de cap au Japon avec une nouvelle politique monétaire qui a pour conséquence (d'après les Japonais) ou pour but (d'après les autres) un affaiblissement du yen. Les autres, ce sont les Etats-Unis qui ont vu le moteur des exportations caler au 4ème trimestre de l'année 2012 alors qu'elles tiraient la croissance depuis deux ans. Ce sont aussi les Européens qui s'inquiètent de l'impact d'un euro de plus en plus fort sur les perspectives, déjà fragiles, d'un retour de la croissance. Plusieurs responsables politiques s'en sont récemment émus de haute voix. Le problème est que, par définition, toutes les devises ne peuvent pas baisser en même temps les unes vis-à-vis des autres. La tentation est donc forte pour chacun de se déclarer perdant en espérant limiter la casse dans ce jeu à somme nulle. Afin d'éviter une escalade qui mettrait à mal la croissance mondiale, les Ministres des finances et les banquiers centraux ont profité d'une rencontre du G20 à Moscou pour clarifier et accorder leur intentions.

Position de la BCE par rapport à l'euro

A observer la position de la BCE sur la question des taux de change de l'euro depuis sa création en 1999, on peut identifier quelques invariants, qui permettent de comprendre son comportement actuel et d'éclairer son comportement futur. Nous en comptons cinq.

1° L'euro n'a jamais été un objectif central de politique monétaire pour la BCE. Il y a deux raisons à cela. D'une part, la BCE est, du fait de son mandat, plus attachée à la valeur interne de l'euro (le taux d'inflation) qu'à sa valeur externe (le taux de change). Cela se justifie d'autant plus qu'une banque centrale, surtout dans un grand espace économique comme la zone euro, a plus d'outils pour "contrôler" l'inflation que la parité de sa devise. D'autre part, il y a une certaine ambiguïté dans les Traités quant à savoir ce que doit être une politique de change. Elle doit être subordonnée à l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Le Conseil européen est censé pouvoir formuler des orientations concernant le taux de change mais, en tout état de cause, la BCE doit être consultée. Celle-ci est chargée le cas échéant de conduire des interventions sur le marché des changes.

2° Ce sont des variations rapides du change de l'euro, davantage sans doute que son niveau absolu qui peuvent mécontenter la BCE. Il n'y a qu'une exception, en 2000, quand la BCE est intervenue pour racheter de l'euro sur les marchés de change parce que sa valeur était devenue alors si faible qu'elle risquait d'alimenter un choc d'inflation importée.

3° Quand la BCE s'engage dans des interventions verbales, celles-ci sont tardives et assez molles. Elles consistent le plus souvent soit à renvoyer à une prétendue "politique du dollar fort" voulue par les autorités américaines soit à citer les communiqués du G7 ou du G20 qui jugent que les taux de change doivent être déterminés par les marchés en fonction des fondamentaux économiques. Pour la BCE, tout le monde aurait à perdre dans une série de dévaluations compétitives.

4° La BCE a toujours refusé de considérer le taux de change sur le même plan que le taux de refinancement dans une approche globale des conditions monétaires. Ainsi, quand le taux de change s'apprécie, on pourrait juger qu'il y a de fait un durcissement de la politique monétaire qu'il faudrait corriger en réduisant les taux d'intérêts directeurs. Cette approche a toujours été récusée par la BCE, qui fait valoir que les deux "outils" ne sont pas équivalents. Le taux d'intérêt directeur est un instrument véritable, contrôlé par la banque centrale. Ce n'est pas le cas du taux de change, sauf à changer radicalement de régime monétaire, à adopter une cible de change et à subordonner tout le reste à la défense de cette cible (cfr la Suisse).

5° La BCE a plus en tête la valeur de l'euro contre un panier de devises (taux de change effectif) que la parité bilatérale contre telle ou telle devise (dollar, yen). De plus, dans les effets sur la compétitivité, elle considère que l'évolution du taux de change réel, c'est-à-dire corrigé des écarts d'inflation de la zone euro vis-à-vis de ses partenaires, importe plus que celle du taux de change nominal. De ce point de vue, la situation actuelle de l'euro n'est pas aussi dramatique que l'évolution récente de l'euro/yen peut suggérer.

Au total, on ne peut pas dire que la BCE soit indifférente aux questions de taux de change, mais son analyse est un peu plus élaborée que celle qu'on peut entendre dans la bouche de certains politiciens européens. Pour la zone euro, la sortie de récession ne se réduit pas à la seule question du rebond des exportations, et la performance des exportations ne se réduit pas davantage à la seule question du taux de change de l'euro. Notons enfin, que le niveau de l'euro/dollar a été depuis trois ans un baromètre du degré d'aversion à l'égard de l'UEM. La remontée de la devise européenne (au second semestre 2010, puis à partir de l'été 2012) est aussi la traduction d'un reflux du risque européen. Nul en zone euro, ne peut vraiment s'en désoler.



Europe

En février, les Bourses européennes ont été confrontées à des indicateurs macro-économiques décevants et des problèmes politiques en Italie. Sur le plan macro-économique, les investisseurs se sont vu rappeler la faiblesse des performances de l'économie européenne. Au dernier trimestre 2012, de grandes économies européennes ont enregistré une baisse de leur PIB. Même l'Allemagne a dû reconnaître une contraction de son économie. En outre, les taux de croissance français et néerlandais ont été plutôt décevants. Cela a déclenché une première vague de ventes chez les investisseurs. La deuxième vague de ventes est intervenue après la publication des résultats des élections en Italie. L'impasse politique qui risque de paralyser le pays replace le problème de la dette sur le devant de la scène. Un rappel à l'ordre qui n'est pas sans conséquence, précisément au moment où de nombreux investisseurs nourrissaient un sentiment positif pour les perspectives de la zone euro.

EURO STOXX 50



États-Unis

Jusqu'à la mi-février, le climat était au beau fixe à Wall Street. La plupart des grandes entreprises publiaient de bons résultats et la confiance des investisseurs n'était pas déçue. Du moins jusqu'à la publication des procès-verbaux des réunions de la Fed de janvier. Ces documents révélaient en effet que la banque centrale américaine envisageait de réduire ses achats d'obligations publiques et d'emprunts hypothécaires. Cette contraction des liquidités pourrait ralentir les flux financiers qui alimentent les Bourses, une perspective qui a mécontenté les investisseurs. Les résultats des élections en Italie ont été annoncés quelques jours plus tard, et les investisseurs ont alors décidé de jouer la sécurité en prenant leurs bénéfices engrangés depuis novembre de l'an dernier. Entre novembre 2012 et février 2013, les Bourses américaines ont progressé en moyenne de 20%.

S&P 500



Pays émergents

Au sein de l'univers des pays émergents, la principale information est venue d'Asie. La forte hausse de la Bourse chinoise a entraîné toute la région dans son sillage. En effet, une économie chinoise performante consomme de nombreux biens et services produits dans les pays voisins. L'indice boursier chinois s'est légèrement replié à la fin du mois. Mais cela n'a rien d'anormal après un rebond aussi marqué. Reste à savoir comment la Chine réagira aux problèmes qui touchent l'Europe. Car le Vieux Continent reste le principal débouché des entreprises chinoises.

HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Vente au détail base mensuelle	-0,50%	2,00%	27/04
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	27/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	53,00	53,40	01/05
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	-	1,00%	03/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	55,5	56	03/05
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,80%	15/05
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,20%	15/05
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	25,00	15/05
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	1,30%	16/05
JAP	Produit Intérieur Brut	-	-0,70%	17/05
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	102,70	24/05



USD/EUR (USA)

0,77 +4,0%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,16 -0,5%⁽¹⁾
-5,7%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,83 +3,0%⁽¹⁾
-5,3%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,13 -0,9%⁽¹⁾
-2,0%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,1%⁽¹⁾
+0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,82 +1,0%⁽¹⁾
-1,3%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,78 +1,9%⁽¹⁾
-0,7%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,74 +0,6%⁽¹⁾
-2,7%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,90 +0,0%⁽¹⁾
-2,3%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +1,1%⁽¹⁾
-1,7%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,34 -1,1%⁽¹⁾
-1,4%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,12 +2,3%⁽¹⁾
+1,6%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2012
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

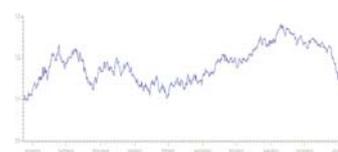
USD/EUR

En février, un renversement de tendance semble être intervenu dans le rapport de change euro/dollar. Il ne fait aucun doute que les taux de croissance décevants de quelques pays européens et/ou la résurgence de la crise de la dette ont incité de nombreux investisseurs à trouver refuge dans le billet vert. Une augmentation de l'aversion au risque des investisseurs internationaux pourrait à nouveau renforcer le dollar.



GBP/EUR

La livre britannique continue à souffrir sur les marchés internationaux des devises. L'économie britannique navigue de récession en récession, et cela pèse sur la monnaie. En outre, on a appris que la note de crédit du pays avait encore été abaissée.



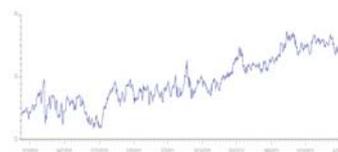
CHF/EUR

Comme l'USD, le CHF a commencé à s'apprécier au début du mois de février. Une preuve de l'aversion au risque qui règne chez les grands investisseurs internationaux. De nouveaux problèmes dans la zone euro pourraient amplifier ce mouvement.



NOK/EUR

Jusqu'à la mi-février, la NOK a progressé dans le sillage de l'USD et du CHF. Mais ce mouvement s'est subitement arrêté à la mi-février. Sans doute la baisse du cours du pétrole (dont la Norvège reste un important exportateur) est-elle la principale raison au repli de la NOK.



JPY/EUR

Le yen est la monnaie qui a attiré le plus d'attention sur les marchés des changes. Tokyo semble changer son fusil d'épaule et viser l'inflation par une augmentation massive de la masse monétaire. Résultat : le yen chute et l'euro se renforce par rapport à la monnaie japonaise.



AUD/EUR

L'optimisme qui entoure la reprise de la croissance mondiale ne s'est pas encore traduit par une hausse du dollar australien. La faible performance de l'indice CRB des matières premières en est sans doute la principale explication. Malgré le rebond des Bourses depuis janvier, les cours des matières premières continuent à baisser.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



En février 1994, le taux des fonds fédéraux américains était à un record historique de faiblesse pour l'époque de 3% depuis environ un an et demi. Un an plus tard, il était à 6%. Durant l'année 1994, les taux d'intérêts américains à dix ans bondissaient d'un point bas de 5,6% jusqu'à un pic de 8%. Le krach obligataire touchait par contagion l'Europe, et de manière plus brève, d'autres classes d'actifs (chute des indices boursiers). Sommes-nous en 1993? Il est toujours possible de tracer des parallèles : bas niveau des taux d'intérêt, faible inflation, modestie de la reprise post-récession, en particulier sur le marché du travail. A quoi, il faut opposer bien sûr des différences. Tout d'abord, nul ne contestera que la récession de 2008-2009 est d'une autre ampleur que celle de 1990-1991, laissant des traces plus durables ne serait-ce qu'en matière d'endettement public. En outre, la politique monétaire s'exerce dans un cadre totalement différent et avec des nouveaux outils. En 1994, la Fed n'avait pas l'habitude de commenter régulièrement ses actions, encore moins de les pré-annoncer, de sorte qu'Alain Greenspan (le président de la Fed de l'époque) avait pris tout le monde à contre-pied. Désormais, les discours prononcés par les officiels de la Fed s'enchaînent presque quotidiennement. Derrière les vues, parfois divergentes, qui s'expriment, il y a la volonté actuellement

d'analyser les coûts et les avantages du "Quantitative Easing".

La publication en février du compte-rendu de la dernière réunion de la Fed a révélé que les membres du comité de pilotage de la Fed (FOMC) étaient assez divisés sur la suite à donner aux programmes de "Quantitative Easing". La majorité reste favorable à leurs prolongations sans limite de durée. Mais d'autres font valoir que ce genre d'action est à rendement décroissant (il faudrait acheter toujours plus de titres pour obtenir le même assouplissement monétaire) et peut-être demain à rendement négatif. L'idée que l'on pourrait débrancher plus tôt que prévu la perfusion monétaire a suscité quelques émois. Les taux longs, quoique toujours bas, ont un peu remonté. La croissance américaine ayant calé au 4^{ème} trimestre de l'année dernière et les conditions d'emploi étant restées médiocres en janvier, le sujet s'est tassé de lui-même. Il n'est pas question pour la Fed d'amorcer de quelques manières que ce soit un semblant de normalisation à court terme. Reste que la fin du "Quantitative Easing" représente un défi important pour la communication future de la Fed.

La Belgique émet de nouveaux bons d'Etat au taux d'intérêt de 1% pour une durée de cinq ans et au taux d'intérêt de 1,85% pour une durée de 8 ans.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

0,206% -2,60 (1) ↓
+2,60 (2) ↑

EUR (10 ans)

1,454% -22,60 (1) ↓
+13,80 (2) ↑

USD (3 mois)

0,190% +0,00 (1) ↑
-2,00 (2) ↓

USD (10 ans)

1,875% -10,93 (1) ↓
+11,82 (2) ↑

(1) Différence sur un mois en points de base

(2) Différence au 31/12/2012 en points de base

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Thyssenkrupp	4,000%	27.08.2018	101,37%	3,722%	BB	DE000A1R08U3	1.000
EUR	ICO	4,750%	30.04.2020	100,37%	4,563%	BBB-	XS0883537143	1.000
USD	Whirlpool	3,700%	01.03.2023	101,06%	3,572%	BBB-	US96332HCF47	1.000
AUD	NAB	4,500%	22.01.2019	100,52%	4,347%	AA-	XS0875304189	2.000
NZD	BNG	4,125%	05.03.2018	100,03%	4,076%	AAA	XS0895805108	1.000
NOK	BNP Paribas Fortis	3,850%	05.04.2019	101,875%	3,498%	A	XS0896159091	10.000



■ Gazprom (ISIN US3682872078 - 9,08 USD)

■ Profil

Gazprom (né en 1989 sous l'égide du Ministre russe de l'industrie du gaz) est le numéro un mondial de l'exploration, de la production et de la commercialisation de gaz naturel. En 2011 le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit : "Distribution de gaz", (63,2% des recettes) ; "Raffinage de gaz et de pétrole", (17,4% des recettes) ; "Exploration, production et vente de pétrole brut et de gaz condensé", (5,7% des recettes) ; "Transport de gaz", (2,1% des recettes) ; "Autres", (12,6% des recettes).

■ Résultats et perspectives

Sur les 9 premiers mois de 2012, le chiffre d'affaires du gazier est resté stable, mais l'EBITDA est en recul de 26% en raison "de la hausse des coûts de personnel, des coûts de transport et des frais liés à l'extraction du gaz et du pétrole".

Le groupe a déjà indiqué "avoir subi en 2012 une baisse de l'ordre de 5% de sa production en volume, à 488 milliards de mètres cubes, et un recul de 8% de ses exportations vers l'Europe".

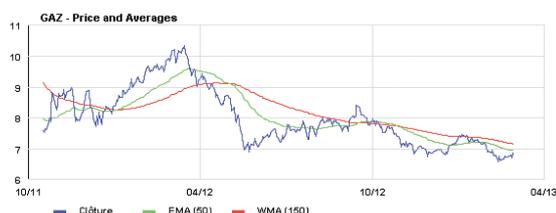
Le géant gazier russe prévoit "une chute de 15% de son bénéfice net pour l'année 2012, à 38 milliards de dollars, sur fond de baisse de sa production".

■ Analyse fondamentale

Cours :	9,08 USD
Ratio Cours/Bénéfice :	2,80
Rendement brut du dividende :	6,16%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	14,13%

Prochains résultats : 26 avril 2013 / 4^{ème} trimestre 2012

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Gaz(ovaia) Prom(ychlennost)

Depuis que la British East India Company a servi d'emblème à la grandeur économique et géopolitique de l'Empire britannique au 17^{ème} siècle, l'on associe souvent l'hégémonie d'un pays à un fleuron industriel. Pour la Russie, ce fleuron industriel est représenté par le groupe GazProm.

Quelques chiffres : le groupe contribue à 8% du PIB Russe, produit 18% de la production mondiale de gaz, est le 1^{er} exportateur de gaz naturel au monde et le 1^{er} partenaire commercial gazier de l'Europe (45% de ses exportations de gaz en 2010). Mais les temps changent...

Né dans un contexte de hausse continue de la demande mondiale en gaz, le groupe doit faire face à de (très) nombreuses déconvenues : report de l'exploitation de l'énorme gisement offshore de Chtokman en mer de Barents (initialement prévu pour l'exportation vers les Etats-Unis), enquête de la Commission Européenne pour entrave à la concurrence, nombreuses critiques de la part du Kremlin sur sa gestion financière, baisse de la consommation de gaz en Europe, retard pris sur les gazs de schistes, diminution (probable) du prix de vente auprès de ses clients Européens, nombreuses crises diplomatiques avec l'Ukraine (son principal client).

Ce "cocktail explosif", pèse sur le cours de bourse qui perd 70% en 5 ans.

Tensions sur la demande de gaz

Le gazier Russe est aujourd'hui présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur gazière et pétrolière, mais aussi dans la production d'électricité en Russie, et dans de nombreux autres secteurs d'activités comme les IT & télécoms et les médias.

Mais l'activité qui génère la majorité du bénéfice provient de la distribution de gaz. Cette activité génère à elle seule 70% du résultat d'exploitation (EBIT). Pas besoin donc d'aller chercher bien loin l'origine de la chute du cours de bourse. En effet, les principaux importateurs de gaz sont européens, et le groupe souffre fortement de cette dépendance. L'an dernier, la consommation de gaz en Europe a atteint son niveau de 1999, en raison de la chute de la demande des industriels (voir analyse sur GDF/SUEZ du 12/02/2013), mais aussi en raison de la concurrence du charbon américain. Comme le souligne un analyste de la société générale, "environ un tiers du gaz consommé en Europe est utilisé dans les centrales à gaz, pour la production d'électricité". "Mais cette part est en train de diminuer" en raison de l'essor du gaz de schiste, qui rend moins intéressant son utilisation aux Etats-Unis, et qui in fine se retrouve utilisé en Europe en raison d'un prix attractif par rapport au gaz importé.

Le groupe tente à présent de se tourner vers l'Asie, mais les projets de gazoducs en Chine n'avancent pas. Pékin souhaite en effet que le prix d'achat du gaz soit fixé selon le prix du marché spot (prix de marché) et n'ont pas à un prix qui soit indexé (en partie) sur l'évolution du pétrole.

Spéculateurs Vs Investisseurs

Les ratios d'endettement du groupe sont excellents et malgré la baisse de la demande de gaz en Europe, le chiffre d'affaires résiste bien.

Les spéculateurs qui aiment parier sur le retour à la moyenne des niveaux de valorisation, seront bien servis avec le dossier Gazprom qui offre un PER à 2,80 (!), ainsi qu'un cours de bourse proche de son support technique. Mais attention pour l'investisseur, car le bénéfice par action est toujours prévu en baisse pour fin 2013.

Nous préférons être à « Réduire » sur ce dossier, notamment en raison du risque géopolitique trop important (enquête de la Commission Européenne, tensions avec l'Ukraine).



■ GDF SUEZ (ISIN FR0010208488 - 14,85 EUR)

■ Profil

GDF SUEZ inscrit la croissance responsable au coeur de ses métiers pour relever les grands enjeux énergétiques et environnementaux : répondre aux besoins en énergie, assurer la sécurité d'approvisionnement, lutter contre les changements climatiques et optimiser l'utilisation des ressources. Le groupe propose des solutions performantes et innovantes aux particuliers, aux villes et aux entreprises en s'appuyant sur un portefeuille d'approvisionnement gazier diversifié, un parc de production électrique flexible et peu émetteur de CO₂ et une expertise unique dans quatre secteurs clés : le gaz naturel liquéfié, les services à l'efficacité énergétique, la production indépendante d'électricité et les services à l'environnement. Les principaux actionnaires sont : l'Etat français 34% et Capital Group 8,69%.

■ Résultats et perspectives

"Le chiffre d'affaires réalisé au 30 septembre 2012 s'élève à 70.921 millions d'euros, en croissance brute de +8,4 % et en croissance organique de +6,9%. Cette croissance provient de la poursuite du développement du Groupe sur les marchés à forte croissance, de la forte progression de l'exploration-production et des ventes de GNL, et des bonnes performances des ventes de gaz naturel en France". "L'EBITDA sur la période s'élève à 12.784 millions d'euros, en croissance brute et organique de +5,8 % par rapport au 30 septembre 2011. Hors impact climatique et effets liés aux tarifs du gaz en France, l'EBITDA corrigé serait en croissance de +1%, à 12.573 millions d'euros. L'accélération de la croissance par rapport au premier semestre résulte notamment de la comptabilisation de la correction tarifaire du 4^{ème} trimestre 2011 en France (estimée à 212 millions d'euros)".

Au niveau des perspectives, il faut signaler que le groupe entend se développer sur les marchés à forte croissance (Amérique Latine, Asie et Turquie Afrique), pour compenser la perte de croissance dans les pays matures (notamment en Europe).

■ Analyse fondamentale

Cours :	14,85 EUR
Valeur comptable :	27,64 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,53
Ratio Cours/Bénéfice :	9,55
Rendement brut du dividende :	9,89%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	53,13%

Prochains résultats : 23 avril 2013 / 1^{er} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Un secteur défensif ?

Depuis la crise des subprimes apparue en 2007, rien ne va plus dans le secteur des Utilities en Europe. Jusqu'alors, ces entreprises étaient très prisées par les investisseurs pour leur visibilité sur leurs cash-flows et leurs politiques de distribution généreuse de dividende. Les espoirs de croissance portaient notamment sur la demande croissante en énergie (au niveau mondial) et sur les services liés aux énergies renouvelables.

Cependant, les résultats que délivrent les entreprises du secteur des Utilities en Europe mettent en lumière que leurs activités sont beaucoup plus sensibles à la santé de l'économie que prévu. Plus généralement, les activités liées à la fourniture d'énergie sont devenues beaucoup plus cycliques au cours des dernières années, notamment en raison de la forte baisse de la production industrielle en Europe et de la concurrence accrue.

Si ce secteur a été le dernier à avoir été touché par la crise économique, il devrait logiquement tarder à récolter les fruits de la reprise...

Au 30/09/2012, 78% des revenus provenaient de l'Europe

Pour bien comprendre le Groupe GDF Suez, il faut avoir à l'esprit que la majorité de ses revenus proviennent de l'Europe : 36% en France, 12% en Belgique, 30% pour les autres pays de l'Europe (soit un total de 78%). Or, le "Vieux Continent" ne connaît pas une forte croissance (c'est le cas de le dire !), et la baisse de la production industrielle pèsent à la fois sur les activités liées à la demande d'énergie (la consommation de gaz a baissé de 14% entre 2010 et 2012 en Europe) et à la fois, sur les services liés aux énergies renouvelables. Pour donner un exemple concret, les clients industriels (grands producteurs de déchets) à l'instar d'ArcelorMittal, Renault, et Peugeot, ont une visibilité très faible sur la partie européenne, et cela pèse in fine sur le Groupe français. Et si cela ne suffisait pas, GDF SUEZ doit aussi faire face à une "pression réglementaire et fiscale", aussi bien en Belgique (avec les centrales nucléaires) qu'en France (avec le prix du gaz).

Le 6 décembre dernier, le groupe a dévoilé un plan d'action ("Perform 2015"), et l'annonce n'est pas passée inaperçue : -10% sur le titre en une seule journée. GDF Suez anticipe dorénavant un résultat net récurrent « compris entre 3,1 et 3,5 milliards d'euros en 2013 et 2014 », contre un objectif de 3,7 milliards et 4,2 milliards d'euros confirmé pour 2012.

Attention au dividende

La capacité à distribuer d'importants dividendes a toujours été considérée comme un élément fondamental dans la valorisation boursière du secteur des Utilities. Si la reprise en Europe n'est pas au rendez-vous, il est probable que le dividende soit diminué au cours des prochaines années. Dans la mesure où les ratios de valorisation sont historiquement faibles, nous restons à "Conserver" sur le dossier.

Analyse fondamentale

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



■ KPN (ISIN NL0000009082 - 2,74 EUR)

■ Profil

Royal KPN est le 1^{er} opérateur de télécommunications néerlandais. Le CA (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit : prestations de télécommunications fixes aux Pays Bas (68%) : prestations de téléphonie fixe, d'interconnexion, de diffusion de chaînes TV numériques, d'installation d'équipements de communication, de transmission de données et d'accès à Internet ; téléphonie mobile (31,5%) : activité assurée essentiellement au travers de E-Plus (22,7 millions d'abonnés à fin 2011) et de Base (5,3 millions d'abonnés) ; autres (0,5%). La répartition géographique du CA est la suivante : Pays Bas (58,4%), Allemagne (24,8%), Belgique (6,5%), Amériques (5,7%), Royaume Uni (0,7%) et autres (3,9%).

■ Résultats et perspectives

Les analystes tablaient sur un bénéfice net de 362 millions d'euros au Q4, mais KPN a enregistré une perte de 162 millions au cours des trois derniers mois de 2012, en raison notamment d'éléments non-récurrents mais également d'un renforcement de la concurrence sur son marché domestique.

À l'international (Allemagne, Belgique, reste du monde), la croissance était de mise mais les marges étaient également sous pression, faisant chuter l'EBITDA sous-jacent (sur l'international) de 26% à 319 millions. Sur l'ensemble de l'année 2012, les revenus de KPN ont baissé de 3,5% et son bénéfice net a plongé de 54% (à 0,49 euro par action).

L'opérateur historique néerlandais versera, "comme annoncé en décembre, un dividende annuel de 0,03 euro en 2013 et 2014. Il anticipe par ailleurs une stabilisation du marché hollandais vers 2014".

■ Analyse fondamentale

Cours :	2,74 EUR
Valeur comptable :	2,63 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,07
Ratio Cours/Bénéfice :	5,53
Rendement brut du dividende :	1,18%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	413,28%

Prochains résultats : 23 avril 2013 / 1^{er} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Un (grand) besoin d'argent frais

KPN s'est embourbé dans des problèmes financiers en raison "d'un alourdissement de l'endettement, combiné à des retours sur bénéfices plus faibles" (annonce faite par le directeur général). Conséquence, les comptes de l'opérateur ont été fortement impactés, et le groupe se devait de réagir pour ne pas voir sa note de rating (risque de crédit) dégradée par les agences de notation. L'année dernière, les investissements ont atteint la somme de 2,2 milliards (soit 48% de l'EBITDA 2012), "dont 1,35 milliard d'euros pour des licences 4G achetées en décembre". Ces investissements auraient dû être financés (dans une certaine mesure), à partir du cash généré par la cession de certains actifs mais il n'en a rien été et le groupe veut encore investir 7 milliards d'euros au cours des 3 prochaines années...

Pour améliorer la situation bilancielle et/ou procéder à des investissements importants, 2 solutions (outre l'emprunt bancaire) s'offrent aux entreprises : l'augmentation de capital, ou bien la baisse du dividende. Pour se financer, KPN a joué sur les 2 tableaux. Tout d'abord en annonçant le 17 décembre dernier, qu'il n'y aurait pas de "versement de dividende final pour 2012", et que le dividende de 2013 passerait à 0,03 euro par action (contre 0,35 euros initialement annoncé). Puis vint le 5 février dernier (jour de la publication des résultats), où le groupe a annoncé une augmentation de capital de 4 milliards d'euros.

Y aura-t-il un effet "Free" ?

L'opérateur réalise la quasi-totalité de son EBITDA (résultat d'exploitation) aux Pays-Bas (70%) et en Allemagne (28%). L'investissement dans la 4G ainsi que les ambitions en matière de stratégie commerciale (augmentation des parts de marché) devraient permettre au groupe de retrouver des couleurs. Cependant, l'arrivée de Tele2 aux Pays-Bas pourrait bien entraîner un effet "Free" (pour rappel : depuis que l'opérateur Free concurrence les opérateurs historiques en France, ceux-ci ont enregistré des fortes baisses de bénéfices). Soulignons aussi qu'en Europe, les Pays-Bas sont l'un des rares pays à connaître une augmentation du nombre d'opérateurs mobiles, et inévitablement, la forte concurrence pèse in fine sur les marges des opérateurs télécoms déjà présents. Néanmoins, ce dernier concurrent sera positionné uniquement sur le segment "Consumer Mobile", qui représente seulement 11% de l'EBITDA de KPN à fin 2012. Il serait donc présomptueux d'annoncer (pour l'instant), que l'arrivée de Tele2 va bouleverser les revenus de KPN aux Pays-Bas.

Le pire semble passé

La nouvelle stratégie commerciale de KPN a pour ambition de gagner des parts de marché à la fois en Belgique et en Allemagne. Mais cette stratégie s'accompagnera inévitablement d'une baisse de la rentabilité. Actuellement, la plupart des mauvaises nouvelles semblent derrière nous. Dans ce contexte, nous préférons rester à "conserver" sur la valeur.



■ Yara International (ISIN NO0010208051 - 282,60 NOK)

■ Profil

Yara International est le n° 1 mondial de la production et de la commercialisation d'engrais minéraux. Le CA par famille de produits se répartit comme suit : engrais minéraux (67,7%) : 19,5 Mt vendues en 2011 d'engrais azotés simples (nitrates de calcium, urées, etc.), de fertilisants complexes (à base d'azote, de phosphore et de potasse), d'engrais de spécialités (produits de nutrition des plantes, nitrates de potasse, etc.) et de fertilisants à base de magnésium et de soufre ; produits chimiques industriels (15,6%) : 4,6 Mt vendues de produits chimiques azotés (notamment ammoniac, acides nitriques, nitrates d'ammonium), de dioxyde de carbone (CO₂) liquide, de gaz (argon, hélium et oxygène destinés au soudage et aux découpages dans l'industrie des métaux, etc.) ; autres (16,7%). La répartition géographique du CA est la suivante : Norvège (2,2%), Europe (44,8%), Amériques (33,5%), Asie (10,4%), Afrique (5,7%) et Océanie (3,4%).

■ Résultats et perspectives

Au troisième trimestre, le bénéfice net a été de 2.616 millions, contre 3.566 millions de couronnes (NOK) l'année dernière. Mais hors éléments exceptionnel et risque de devises, le résultat aurait été de 2.545 millions, contre 2.622 millions de couronnes au troisième trimestre 2011. Le bénéfice par action a été de 9,05 NOK contre 9,13 NOK l'année dernière. Les résultats du troisième trimestre 2012, nous montrent que "les volumes des ventes ont progressé et que les marges restent saines".

■ Analyse fondamentale

Cours :	282,60 NOK
Valeur comptable :	199,05 NOK
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,42
Ratio Cours/Bénéfice :	8,57
Rendement brut du dividende :	3,87%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	12,18%

Prochains résultats : 7 mai 2013 / 1^{er} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Un catalyseur de (très) long terme

A l'instar du corps humain, les cultures agricoles ont besoin de minéraux et de nutriments pour pouvoir se développer. Il y a 6.000 ans, les Égyptiens utilisaient les riches limons apportés par les crues du Nil pour pouvoir enrichir leurs sols et augmenter le rendement de leur agriculture. Au 19^{ème} siècle, l'arrivée de l'industrie chimique a fait naître les formes modernes

des engrais. Aujourd'hui, force est de constater que la population mondiale augmente chaque année. Les besoins mondiaux en matières premières progressent donc eux aussi, notamment en raison de la hausse de la consommation de viandes. Or, pour augmenter la production agricole il n'existe pas de miracle, mais 2 leviers : augmenter les superficies agricoles et/ou augmenter le rendement. Les surfaces cultivables ne sont pas ad vitam aeternam, la croissance des superficies cultivables diminue donc... ce qui par ricochet va profiter au secteur de la chimie agricole. Selon le département de l'Agriculture des Etats-Unis (USDA), la production mondiale de céréale pour l'année 2012/13 devrait baisser de 3,5% par rapport à la saison précédente. Dans ce contexte, la productivité agricole devient un véritable défi.

Un subtil jonglage

Le groupe Yara International est réparti en 3 activités : l'extraction des éléments de base (Downstream), les produits chimiques à vocation agricole (Upstream) et les produits chimiques à vocation industrielle (Industrial).

Avec une part de marché proche des 8%, Yara est un acteur mondial en matière de produits chimiques. Globalement, l'activité du groupe consiste à extraire des minéraux du sol (phosphore, potasse, etc.) mais aussi à transformer l'azote et le gaz en éléments utiles à l'agriculture (urée, nitrates, ammoniac). Le processus de production/transformation est « gourmand » en énergie, et l'une des principales énergies utilisées est le gaz (les marges sur certains produits varient donc en fonction de l'évolution du prix du gaz). Au-delà des fertilisants, le groupe fournit également des produits essentiels aux industriels (activité Industrial), qui servent notamment dans l'élimination des émissions de gaz toxiques (transformation des oxydes d'azote (NO_x) en azote et en eau inoffensifs). Avec l'augmentation des normes internationales en matière d'émission de gaz à effet de serre, la demande à long terme reste soutenue pour cette dernière activité.

Il faut bien comprendre que les résultats de Yara sont un subtil équilibre entre la demande des agriculteurs (majoritairement implantés en Europe et aux Etats-Unis) et les prix du gaz. C'est la raison pour laquelle le groupe consacre de nombreux efforts à l'implantation d'usines dans des zones géographiques à faibles coûts énergétiques (exemple au Qatar).

Dividende et buy back

Depuis 2003, le dividende ne cesse de progresser : il est passé de 2,3 NOK en 2004 à 7 NOK en 2011. Mieux, l'entreprise reste très active sur le rachat de ses propres actions, ce qui in fine fait progresser le cours de bourse. En termes de valorisation, le titre fait partie des valeurs les moins valorisées du secteur, tant au niveau du PER estimé à 8,11 (contre 13,47 pour le secteur), qu'au niveau du ratio cours sur valeur comptable (1,58 contre 2,71 pour le secteur). On fera néanmoins attention techniquement, car le titre se rapproche de sa résistance oblique située à 300 NOK.

Dans une période où l'on pourrait assister à une rotation sectorielle, cette valeur pourrait tirer son épingle du jeu. Renforcez dans la zone des 280 NOK.



Après les deux premiers mois de l'année, les principales Bourses européennes affichent toujours un résultat positif. Néanmoins, le mois de février a montré les premiers signes d'une correction imminente et à la mi-février, quelques Bourses européennes avaient effacé les gains accumulés depuis le début de cette année. Ainsi, les marchés d'actions de la zone euro ont vu leur rendement faiblir en février. Ce, au contraire des Bourses du Royaume-Uni et de Suisse, notamment, qui présentent une bien meilleure résilience que les pays de la zone euro, et en particulier de sa périphérie. Alors que les Bourses américaines ont préservé leurs gains annuels, les marchés émergents ont perdu du terrain. Le niveau inchangé de l'indice MSCI World (en dollars) par rapport à janvier, alors qu'il avait encore progressé de 5 % (en dollars) durant le premier mois de l'année, en témoigne.

Cette correction imminente s'explique notamment par la situation macro-économique. Ainsi, il subsiste un écart structurel sur le plan économique entre les pays du cœur de la zone euro et la périphérie (cf. chômage en Espagne et en Allemagne) et les objectifs budgétaires pour 2013 suscitent à nouveau des points d'interrogation dans de nombreux pays, surtout concernant les économies à réaliser. Même si on note des signes positifs au niveau de l'économie mondiale – évolution du marché de l'emploi aux États-Unis, stabilisation du chômage dans la zone euro, reprise partielle de la confiance des consommateurs et des producteurs –, la croissance économique reste un obstacle. Elle est notamment source d'instabilité sur les marchés des devises, où des pays comme le Japon et le Royaume-Uni cherchent à affaiblir leur monnaie, entre autres pour favoriser leurs exportations. Cette évolution peut mener à des interventions des banques centrales en cas de hausse excessive de leur monnaie et peut perturber le commerce mondial. Le possible tour de vis sur la politique monétaire expansionniste des États-Unis est cependant plus important pour les Bourses (et la correction attendue). Non seulement il pourrait avoir des effets négatifs sur la croissance économique, mais les liquidités qui alimentent largement la performance boursière pourraient revenir comme un boomerang sur les marchés financiers.

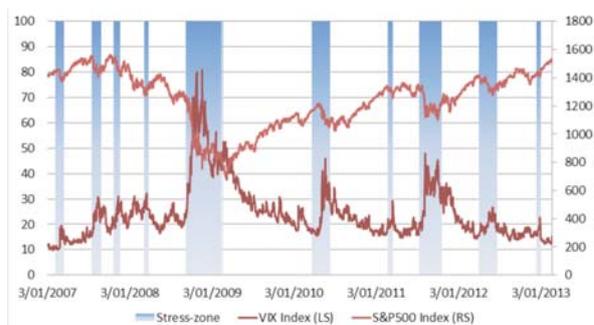
Si nous comparons les performances boursières des principaux indices d'actions à la situation macro-économique et aux résultats des entreprises – et même en tenant compte du fait que la Bourse est un indicateur précurseur –, les temps semblent mûrs pour une correction.

Une correction qui serait causée non seulement par des prises de bénéfice après une belle hausse, mais aussi par un retour à la réalité des investisseurs. Souvenons-nous qu'aucun des changements économiques structurels impératifs n'a été mené à bien depuis la mi-2012.

Avec ce qui précède à l'esprit, il pourrait être intéressant de miser sur une augmentation de volatilité. Il y a la nervosité liée aux élections italiennes, le problème budgétaire et d'endettement en Europe et aux États-Unis, l'incertitude entourant la politique monétaire souple, la reprise économique fragile, les problèmes de compétitivité et surtout la répression financière qui va se poursuivre encore un temps. Comme nous l'avions déjà évoqué lors du précédent rapport mensuel, les investisseurs font preuve d'une arrogance hors proportion face aux incertitudes macro-économiques, et cette arrogance se retrouve dans l'évolution de l'indice VIX. Cet indicateur de la volatilité sur les marchés américains se trouve à des niveaux historiquement bas (correspondant à 2007), malgré un premier rebond en février (+20 %), lorsque les Bourses mondiales ont subi une petite correction.

L'avantage d'un investissement dans la volatilité est que les principales modifications de tendance ont lieu lorsque l'indice VIX est à son plus bas (voir graphique).

VIX par rapport S&P500 Index



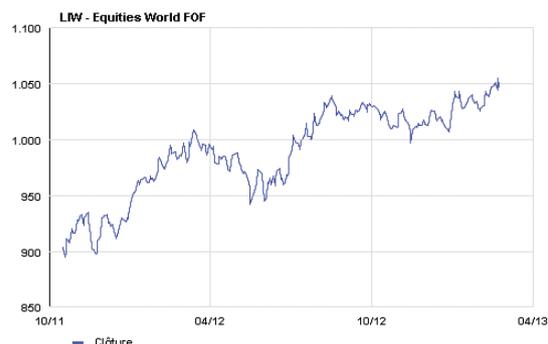
Une protection du portefeuille contre un futur accès de volatilité (qui est resté largement sous sa moyenne en 2012) est indiquée à court et à long terme. Non seulement le niveau actuel offre un fort potentiel haussier, mais le risque de baisse semble plutôt limité. Une combinaison d'arrogance chez les investisseurs et d'absence de mesures économiques structurelles (positives) constitue une excellente fenêtre d'entrée pour un achat de volatilité.

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 28 février 2013	1.067,44 EUR
VNI plus haut (11 janvier 2011) :	1.091.06 EUR
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16 EUR

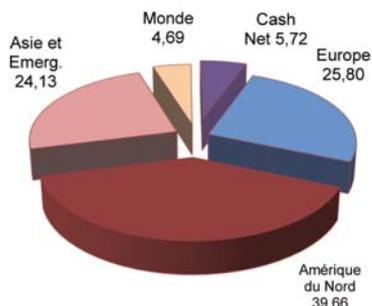
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	19
Nbr. de nouveaux fonds achetés	1
Nbr. de fonds entièrement liquidés	1

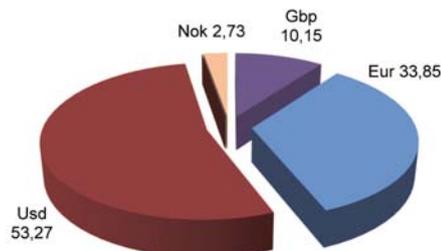
Principales positions en portefeuille (%)

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat. ¹	F.J. ¹	O.P. ¹
Comgest Growth Europe	Europe	7,83	IRL	OEIC	Oui
Brown Advisory US Eq Growth Fund	Etats Unis	6,39	IRL	OEIC	Non
UBAM Neuberger-Bermann US Eq Value	Etats Unis	6,33	LU	Sicav	Oui
Fourpoints America FCP	Etats Unis	5,72	FR	FCP	Non
Aberdeen Global Asian Smaller Companies Fund	Asia et Emerg.	5,19	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 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	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	RBC 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).

■ **Mardi 16 avril 2013 : Conférence**

Les réformes fiscales de l'année 2012 (hausse du précompte, cotisation de 4%, mesures anti-abus, accord Rubik, ...) une révolution ou seulement un commencement ?

Langue : Français
 Lieu / Heure : Hôtel Mercure Mons, Rue des Fusillés, 12 à 7020 Nimy / 19h
 Orateur : Maître Sabrina Scarnà
 Inscriptions : Siège de Soignies :
 - Monsieur Jean-François Dhynes - Tél: +32 67 28 18 15
 - Monsieur Pierre François - Tél: +32 67 28 18 17
 - Monsieur Olivier Thomas - Tél: +32 67 28 18 16

Agence de Mons :
 - Madame Roseline Bizoux - Tél: +32 65 56 06 61
 - Monsieur Christian Gilson - Tél: +32 65 56 06 62

■ **Jeudi 18 avril 2013 : Conférence**

Crise(s) dans la zone euro : fragmentation ou intégration ?

Langue : Français
 Lieu / Heure : Spiroudôme de Charleroi - 2, rue des Olympiades / 19h
 Orateur : Monsieur Philippe Maystadt, Ministre d'Etat,
 Président honoraire de la BEI
 Inscriptions : Agence de Charleroi :
 - Madame Catherine Tricoté - Tél: +32 71 91 90 71
 - Monsieur Michael Pirson - Tél: 32 71 91 90 72

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 Capucienenlaan, 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 :
22 février 2013