

## Edito

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, la taxe sur les plus-values spéculatives est d'application pour les personnes physiques résidentes ou non-résidentes en Belgique. La Loi, parue le 26 décembre 2015, soit moins de 5 jours avant son entrée en vigueur, contient un grand nombre d'imprécisions qui devront être clarifiées dans les prochaines semaines par les autorités publiques. Cependant, plusieurs principes sont d'ores et déjà acquis.

Tout d'abord, la taxe ne s'applique que sur certaines valeurs mobilières, à savoir les actions et les produits dérivés dont le sous-jacent est une action. Il faut également que la valeur mobilière soit négociée sur un marché réglementé. En clair, les obligations, les trackers, les warrants, options et futures sur indices, les SIR et les fonds communs de placement (ou Sicavs) ne sont pas concernés par la nouvelle taxe. De même, les actions négociées sur Euronext Expert (l'ancienne vente publique) ne sont pas non plus concernées par la nouvelle taxe.

La taxe, qui est libératoire (c'est-à-dire qui ne nécessite pas une déclaration au fisc par la suite), a un taux de 33% calculé sur la plus-value réalisée par l'investisseur entre l'achat et la vente de l'instrument financier endéans les 6 mois, dont on aura déduit les frais fiscaux de l'opération, à savoir la TOB à l'achat et la TOB à la vente. La taxe est d'application sur toutes les positions constituées à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016.

Dans le cas où l'investisseur aurait constitué la position revendue par le biais de plusieurs achats, la plus-value sera calculée sur base des derniers achats, selon la méthode du Last In First Out (Dernier entré premier sorti). L'endroit où l'instrument financier a été acheté n'entre pas en ligne de compte. En d'autres termes, toutes les opérations d'achat d'un titre sont utilisées, que les achats aient eu lieu sur Euronext Bruxelles, Euronext Paris, Chi-X Europe, etc... Si un des achats réalisés pour constituer la position revendue génère une moins-value, cette moins-value sera déduite de la plus-value totale réalisée sur la position.

Illustrons ces principes par un exemple pratique. Un investisseur achète 200 actions SOLVAY le 4 janvier 2016 à un cours de 98 EUR sur Euronext

Bruxelles. Il achète ensuite 100 actions SOLVAY le 5 février 2016 à un cours de 100 EUR sur Chi-X Europe. Il revend 150 actions SOLVAY le 1<sup>er</sup> mars 2016 à un cours de 99 EUR sur Euronext Bruxelles.

Le calcul de la plus-value réalisée par le client sera effectué comme suit. Pour les 100 premières actions vendues à 99 EUR le 1<sup>er</sup> mars, la dernière opération réalisée est celle du 5 février sur Chi-X Europe à un cours de 100,00 EUR. Il aura donc une moins-value de  $(99 \text{ EUR} - 100 \text{ EUR}) * 100$  titres, soit une moins-value de 100 EUR. Pour les 50 actions restantes vendues à 99 EUR le 1<sup>er</sup> mars, l'achat précédent est celui du 4 janvier sur Euronext Bruxelles à un cours de 98 EUR. Il aura donc une plus-value de  $(99 \text{ EUR} - 98 \text{ EUR}) * 50$  titres, soit une plus-value de 50 EUR. Au total, l'investisseur aura réalisé une moins-value totale de 50 EUR. Il n'y a donc pas de taxe à payer.

Imaginons maintenant que l'investisseur revende le 14 avril 100 actions SOLVAY à un cours de 104 EUR sur Chi-X Europe. L'achat précédent est celui du 4 janvier sur Euronext Bruxelles à un cours de 98 EUR. Il aura donc une plus-value de  $(104 - 98 \text{ EUR}) * 100$  titres, soit une plus-value de 600EUR. L'investisseur devra alors s'acquitter d'une taxe de 33 % sur le montant de 600 EUR, moins les montants de TOB payés à l'achat et à la vente sur les titres en question.

Face à cette nouvelle taxe, certains investisseurs pourraient être tentés d'utiliser d'autres instruments financiers, tels que les CFD (Contract For Difference). Nous tenons à mettre en garde ces investisseurs face à la complexité et aux risques financiers de ces produits, qui pourraient générer des moins-values potentielles importantes.

Pour ceux d'entre vous utilisant notre application Leleux Online, de nouvelles pages vous permettent depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016 de simuler l'impact de cette taxe sur votre portefeuille et de connaître avec précision la date à laquelle la position ne sera plus taxée en cas de revente avec plus-value. Nos collaborateurs sont à votre entière disposition pour vous fournir de plus amples informations à ce sujet.

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

<b>Sommaire</b>	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse ALSTOM	6
	Analyse DELTA LLOYD	7
	Analyse NN GROUP	8
	Gestion de Portefeuilles	9
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	10
	Leleux Invest	
	Patrimonial World FOF	11
	Agenda	12

Olivier Leleux  
Président du Comité  
de Direction



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

431,28 -2,4%<sup>(1)</sup> ▼  
-2,4%<sup>(2)</sup> ▼

### BEL 20 (Belgique)

3.486,22 -5,8%<sup>(1)</sup> ▼  
-5,8%<sup>(2)</sup> ▼

### CAC 40 (France)

4.417,02 -4,7%<sup>(1)</sup> ▼  
-4,7%<sup>(2)</sup> ▼

### DAX (Allemagne)

9.798,11 -8,8%<sup>(1)</sup> ▼  
-8,8%<sup>(2)</sup> ▼

### FTSE (G-B)

6.083,79 -2,5%<sup>(1)</sup> ▼  
-2,5%<sup>(2)</sup> ▼

### SMI (Suisse)

8.319,81 -5,7%<sup>(1)</sup> ▼  
-5,7%<sup>(2)</sup> ▼

### DJ Stoxx 50 (Europe)

2.902,41 -6,4%<sup>(1)</sup> ▼  
-6,4%<sup>(2)</sup> ▼

### DJIA (USA)

16.466,30 -5,5%<sup>(1)</sup> ▼  
-5,5%<sup>(2)</sup> ▼

### NASDAQ (USA)

4.613,95 -7,9%<sup>(1)</sup> ▼  
-7,9%<sup>(2)</sup> ▼

### TS 300 (Canada)

12.822,13 -1,4%<sup>(1)</sup> ▼  
-1,4%<sup>(2)</sup> ▼

### NIKKEI (Japon)

17.518,30 -8,0%<sup>(1)</sup> ▼  
-8,0%<sup>(2)</sup> ▼

### MSCI World

1.562,18 -6,1%<sup>(1)</sup> ▼  
-6,1%<sup>(2)</sup> ▼

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2015



La croissance mondiale reste modérée et inégalement répartie. Tandis que l'activité continue de progresser à un rythme soutenu dans les économies avancées, les évolutions observées dans les économies de marché émergentes demeurent globalement faibles et plus diverses. Après un premier semestre 2015 très médiocre, les échanges mondiaux se redressent, mais à un rythme lent. L'inflation à l'échelle mondiale demeure faible et les nouvelles baisses des prix du pétrole et des matières premières modéreront encore les tensions inflationnistes. L'incertitude accrue relative aux évolutions en Chine et les nouveaux reculs des prix du pétrole ont entraîné une correction brutale des marchés boursiers mondiaux et un regain de pressions à la baisse sur les rendements obligataires souverains dans la zone euro. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise et des obligations souveraines se sont légèrement creusés. La hausse de l'incertitude au niveau mondial s'est accompagnée d'une appréciation du taux de change de l'euro.

La reprise se poursuit dans la zone euro, alimentée par le dynamisme de la consommation privée. Toutefois, la reprise a été freinée par un ralentissement de la croissance des exportations. Les indicateurs vont dans le sens d'un rythme de croissance inchangé au quatrième trimestre 2015. Dans les mois à venir, la demande intérieure devrait être confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement, ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, la nouvelle chute des cours du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la rentabilité des entreprises et, donc, à la consommation privée et à l'investissement. L'orientation budgétaire dans la zone euro devient légèrement expansionniste, reflétant notamment les mesures de soutien aux réfugiés. Toutefois, la reprise dans la zone euro est freinée par les perspectives moroses dans les économies émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans et la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues relatives à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que les risques géopolitiques.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2% en décembre 2015. Ce résultat a été inférieur aux anticipations, principalement en raison du nouveau fort recul des cours du pétrole ainsi que du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et des services. L'inflation sous-jacente est demeurée stable, après un redressement au premier semestre 2015. Les prix des importations hors énergie sont restés la principale source de tensions à la hausse de l'inflation, les tensions d'origine interne sur les prix étant demeurées modérées. L'évolution attendue de l'inflation est à présent plus basse que les perspectives établies début décembre 2015. Selon les anticipations actuelles, les taux d'inflation devraient se maintenir à des niveaux très faibles ou devenir négatifs au cours des prochains

mois et ne remonteraient que plus tard en 2016. Par la suite, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique, l'inflation devrait continuer de se redresser, mais il convient de surveiller attentivement les risques d'effets de second tour découlant du nouveau fléchissement de la hausse des prix de l'énergie.

La croissance de l'agrégat monétaire large est demeurée robuste, sous l'effet du faible coût d'opportunité de la détention des actifs monétaires les plus liquides et de l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE. En outre, l'activité de prêts au secteur privé a poursuivi son redressement progressif, soutenue par l'assouplissement des critères d'octroi de crédits et l'accroissement de la demande de prêts. Cependant, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières demeure faible, les évolutions des prêts aux entreprises continuant de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit et l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier.

Lors de sa réunion du 21 janvier 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs inchangés. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les achats d'actifs se poursuivent sans difficultés et continuent d'exercer une incidence favorable sur le coût et la disponibilité du crédit pour les entreprises et les ménages. Il apparaît que les mesures de politique monétaire adoptées par la BCE depuis mi-2014 sont efficaces. En conséquence, les évolutions concernant l'économie réelle, la distribution du crédit et les conditions financières se sont améliorées et ont renforcé la capacité de résistance de la zone euro aux chocs économiques observés récemment au niveau mondial. Les décisions prises début décembre, de poursuivre les achats mensuels nets d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros au moins jusque fin mars 2017 et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres venant à échéance aussi longtemps que nécessaire, se traduiront par un apport significatif de liquidités au secteur bancaire et consolideront la stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (forward guidance).

Toutefois, en ce début d'année, la BCE a évalué que les risques à la baisse s'étaient à nouveau accentués dans un contexte d'incertitudes accrues liées aux perspectives de croissance des économies émergentes, à la volatilité des marchés financiers et des matières premières et aux risques géopolitiques. Dans cet environnement, la dynamique de l'inflation demeure en outre plus faible que prévu. Par conséquent, il sera nécessaire pour la BCE de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer, l'orientation de sa politique monétaire début mars, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, qui couvriront également 2018, seront disponibles.



## Europe

Après la chute vertigineuse en début d'année, le rebond du pétrole et l'intervention du président de la banque centrale européenne (Mario Draghi) ont permis aux Bourses européennes de reprendre un peu d'air. Même si la volatilité va rester encore très importante, les marchés vont commencer à basculer dans un état où la microéconomie (avec la saison des résultats) va reprendre ses droits. Avec quelques semaines de retard par rapport aux entreprises américaines, les sociétés du Vieux continent vont commencer en effet à publier leurs résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre, et par voie de conséquence ceux de l'année pleine de 2015. Au cours de ces publications, "Monsieur le Marché" va scruter très attentivement deux éléments : tout d'abord, il va évaluer l'impact sur les bénéfices du fameux alignement des trois planètes (dollar en hausse, taux bas et matières premières bradées). Ensuite, il scrutera à la loupe si le ralentissement économique des pays émergents, et en chef de file la Chine, a un impact important ou non sur les revenus générés par nos sociétés européennes. Face à une économie mondiale perturbée, la saison des résultats donnera la tendance sur les marchés au cours des prochains mois.

## États-Unis

Le 16 décembre dernier la Réserve fédérale avait remonté son principal taux directeur (la dernière hausse remonte à 2016 !). Depuis le dernier communiqué de la Fed (le 27 janvier), la probabilité d'une hausse des taux en mars a été divisée par deux en moins de trois semaines. Là encore, au cours des prochaines semaines, "Monsieur le Marché" va surveiller à la loupe les résultats des entreprises (notamment dans le secteur manufacturier où l'ensemble des investisseurs s'interrogent sur l'état de santé du secteur pétrolier).

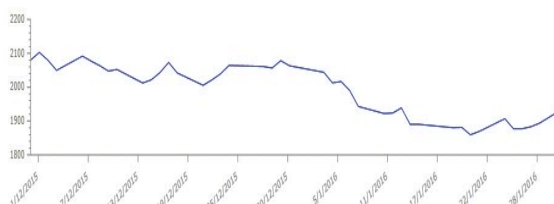
## Pays émergents

Outre une croissance économique en berne, impactant directement la rentabilité des entreprises, un second problème vient également s'inviter : l'endettement croissant. Selon la BRI (Banque des règlements internationaux) et le groupe d'assurance-crédit Coface, l'endettement des pays émergents a été multiplié par 4,5 en absolue entre 2004 et 2014. Relativement au PIB, la progression a été de plus de 25%. En outre, bien que les prêts bancaires constituent encore une part importante de cette dette, le poids obligataire atteint près de 20%.

EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	60,0	16/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-3,00	23/02
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	102,4	23/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-1,40%	25/02
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-1,00%	25/02
EMU	Confiance économique	-	105,0	26/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-0,20%	29/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	48,4	48,2	01/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	55,1	53,5	03/03
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,05%	0,05%	10/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	15/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,50%	0,25%	16/03



Les chiffres clés des devises

## USD/EUR (USA)

0,92 +0,2%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

1,31 -3,1%<sup>(1)</sup>   
-3,1%<sup>(2)</sup>

## JPY/EUR (Japon)<sup>(3)</sup>

0,76 -0,5%<sup>(1)</sup>   
-0,5%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

0,11 +2,1%<sup>(1)</sup>   
+2,1%<sup>(2)</sup>

## DKK/EUR (Danemark)<sup>(3-4)</sup>

13,40 0,00 <sup>(1)</sup> =  
0,00 <sup>(2)</sup> =

## CHF/EUR (Suisse)

0,90 -1,8%<sup>(1)</sup>   
-1,8%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

0,65 -2,5%<sup>(1)</sup>   
-2,5%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

0,66 -0,7%<sup>(1)</sup>   
-0,7%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

3,70 0,00 <sup>(1)</sup> =  
0,00 <sup>(2)</sup> =

## PLN/EUR (Pologne)

0,23 -3,6%<sup>(1)</sup>   
-3,6%<sup>(2)</sup>

## HUF/EUR (Hongrie)<sup>(3)</sup>

0,32 +1,4%<sup>(1)</sup>   
+1,4%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

0,11 -1,3%<sup>(1)</sup>   
-1,3%<sup>(2)</sup>

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

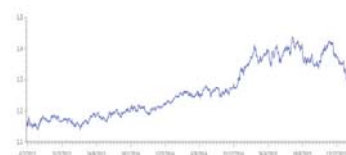
## USD/EUR

La croissance américaine a marqué le pas au quatrième trimestre à 0,7%. Ce chiffre légèrement en-dessous des attentes a alimenté l'idée selon laquelle la Réserve fédérale américaine (Fed) pourrait patienter avant de relever une nouvelle fois ses taux. Dans ce scénario l'euro reprend de la hauteur face au dollar.



## GBP/EUR

Le premier ministre britannique, David Cameron, et le président du Conseil européen, Donald Tusk, ne sont pas parvenus à s'entendre dimanche 31 janvier sur la renégociation des relations entre Londres et Bruxelles. Depuis les pourparlers, et le risque de "Brexit" la livre sterling se déprécie par rapport aux autres devises.



## TRY/EUR

La livre turque reste particulièrement fragile suite aux dernières données économiques : l'inflation a progressé de 8,8% (consensus à 6%), la croissance n'a été que de 2,9% et les déficits se creusent.



## NOK/EUR

La devise norvégienne a légèrement repris de la hauteur face à l'euro au mois de janvier, et ce mouvement est fortement lié à la récente reprise du cours du pétrole.



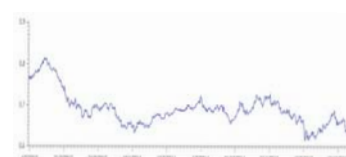
## JPY/EUR

Pour la première fois de son histoire, la BoJ opte pour un taux négatif. La guerre des monnaies reprend car la BoJ veut décourager les arbitrages des investisseurs internationaux.



## AUD/EUR

Le dollar australien a profité du sursaut du cours du cuivre et autres matières premières, mais les fondamentaux chinois ainsi que la décevante publication de la confiance des consommateurs australienne ont repris le dessus.



# Taux d'intérêt

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Après une première hausse des taux directeurs de 25 points de base le 16 décembre dernier, Janet Yellen avait laissé entendre que d'autres allaient suivre assez vite. Déjà sceptique sur le moment, le marché monétaire n'y croit désormais plus du tout. La réunion du 27 janvier, qui était sans enjeu direct, devait surtout servir à éclairer les réunions suivantes. Comme le scénario macroéconomique n'a pas radicalement changé depuis décembre dernier, la normalisation de la politique monétaire n'a pas lieu d'être stoppée, à plus forte raison d'être inversée. L'humeur des marchés, de son côté, n'invite pas la Banque centrale américaine à faire un excès de zèle.

Pour rendre compte des turbulences financières de l'été 2015, la Fed avait ajouté à son communiqué de presse du 17 septembre cette phrase : "les récentes évolutions économiques et financières au niveau mondial sont susceptibles d'exercer à court terme des pressions à la baisse sur l'inflation". Le début d'année calamiteux des marchés financiers a obligé la Fed à réitérer ce message. Cette fois-ci, il ne s'agissait plus de savoir quand monter les taux d'intérêt directeurs américains, mais de préciser à quel rythme. La trajectoire d'environ 4 hausses par an de 25 points de base en 2016 et 2017 est-elle toujours d'actualité ? Il semble que cette trajectoire de hausse graduelle telle qu'anticipée par la Fed apparait désormais comme un maximum.

Les officiels de la Fed ont toujours dit que leur conduite de la politique monétaire serait dictée par les données économiques. L'emploi aux Etats-Unis reste robuste, sa croissance a accéléré depuis l'été. Ce n'est pas un obstacle à la remontée des taux d'intérêt directeurs. L'inflation est faible, trop faible. A court terme, sa trajectoire sera même abaissée puisque le prix du pétrole a baissé de 30% en deux mois. Pour autant, les anticipations d'inflation à plus long terme ne s'en trouvent pas vraiment perturbées. En l'absence de contagion sur les autres prix, rien ne justifie que la Fed change de politique au gré de l'évolution du cours du pétrole, une variable sur laquelle elle n'a aucune influence directe.

Il en va autrement de l'évolution des marchés financiers. La Fed ne peut ignorer qu'une correction boursière sérieuse se répercute sur la psychologie des agents économiques, sur la richesse des ménages, sur les incitations à embaucher et à investir. Depuis Alan Greenspan en 1987, les investisseurs ont été habitués à vivre avec l'idée que la Fed offre une protection contre ce genre de choc, ou du moins que son action peut en limiter l'ampleur. Ce que certains appellent le "Fed's put" et que d'autres dénoncent comme un 'aléa moral' ayant poussé aux excès de valorisation en 2000, puis en 2007, voire dans la période récente. La Fed n'a pas explicitement un troisième mandat visant à stabiliser les marchés, mais en pratique, cela relève de sa responsabilité.

## Les chiffres clés des taux d'intérêt

### EUR (3 mois)

**-0,1620%** -3,10 (1) ↓  
-3,10 (2) ↓

### EUR (10 ans)

**0,3250%** -30,40 (1) ↓  
-30,40 (2) ↓

### USD (3 mois)

**0,5700%** -3,00 (1) ↓  
-3,00 (2) ↓

### USD (10 ans)

**1,9209%** -34,85 (1) ↓  
-34,85 (2) ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

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

# Obligations

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	BMW	2,750%	23.02.2018	99,28%	3,12%	I+	AU3CB0227403	10.000
EUR	Goldman Sachs	0,750%	10.05.2019	99,65%	0,86%	I+	XS1362373570	1.000
GBP	CADES	1,000%	07.03.2019	99,60%	1,12%	I+++	FR0013113099	1.000
USD	Home Depot	2,000%	01.04.2021	100,00%	2,00%	I+	US437076BL56	2.000
USD	AT&T	3,600%	17.02.2023	100,26%	3,55%	I	US00206RCS94	2.000
USD	Procter & Gamble	2,700%	02.02.2026	100,60%	2,63%	I++	US742718EP07	2.000



## ■ ALSTOM (ISIN FR0010220475 - 24,53 EUR)

### ■ Profil

Alstom figure parmi les principaux fabricants mondiaux d'infrastructures destinées au secteur du transport ferroviaire. L'activité s'organise essentiellement autour de 4 familles de produits et services :

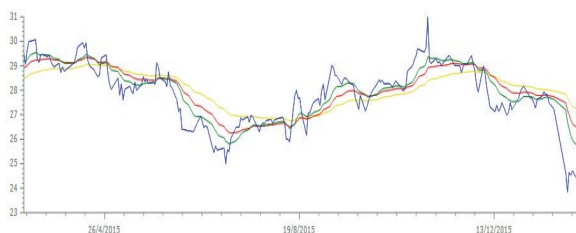
1. matériels roulants : trains, tramways et locomotives ;
2. infrastructures ferroviaires : infrastructures dédiées à la pose des voies, systèmes d'alimentation électrique des lignes, équipements électromécaniques ;
3. systèmes de signalisation, d'information et de contrôle ;
4. services ferroviaires : services de maintenance, de modernisation, de gestion des pièces détachées, de support et d'assistance technique.

La répartition géographique du CA (hors activités cédées) est la suivante : France (20,8%), Europe (49,6%), Amérique (12%), Afrique et Moyen Orient (10,3%) et Asie-Pacifique (7,3%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,96
Cours/Actif Net :	1,23
Rendement :	1,68%

Evolution du titre Alstom



### ■ Notre opinion

**“Les économistes n'apportent rien si, en pleine tempête, tout ce qu'ils trouvent à dire est qu'une fois l'orage passé la mer sera calme” (John Maynard Keynes).**

#### Rappel

Après la vente des activités “Energie” à l'américain General Electric, le groupe Alstom s'est désendetté (position net cash) et s'est recentré sur son métier le plus porteur : l'équipement et les services ferroviaires. Derrière l'acteur chinois CRRC et le canadien Bombardier, Alstom se hisse sur la troisième marche du podium. Bien que le secteur soit très fragmenté et que le concurrent chinois soit 3 fois plus important en termes de revenus, le groupe Alstom titre son épingle du jeu grâce à la nature de plus en plus complexe des systèmes technologiques dans l'industrie ferroviaire (système de signalisation, niveau d'automatisation, etc.).

#### Une vision sur le secteur est toujours utile...

Selon le cabinet spécialisé SCI Verkehr, le marché mondial du ferroviaire ouvert à la concurrence est estimé à près 110 milliards de dollars (36% en Europe, 21% en Amérique du Nord et 18% l'Asie). Inventé il y a tout juste 200 ans, l'industrie ferroviaire est principalement influencé par : l'urbanisation croissante du monde / la démographie / les nouvelles réglementations en matières d'environnement. Sur base de ces éléments, il apparaît donc naturel d'avoir à long terme un biais

positif sur l'ensemble du secteur, et par voie de conséquence sur le groupe Alstom. Or, si l'analyse fondamentale devait s'arrêter là, et en paraphrasant l'économiste Keynes (d'où notre le titre), elle “n'apporterait rien”.

Nos récentes recherches nous apprennent que le climat des affaires dans l'industrie mondiale du ferroviaire s'est “nettement détérioré au quatrième trimestre 2015”. Selon le baromètre SCI RAIL BUSINESS INDEX (indice basé sur un mode de calcul identique à celui des indices PMI), la demande en biens et services dans cette industrie a atteint “son pire niveau depuis deux ans et demi”. Toujours selon SCI Verkehr, “l'industrie mondiale de chemin de fer est en train de changer de vitesse, et 2016 pourrait être une année difficile pour de nombreuses entreprises” surtout sur le premier semestre.

Sur base de ces éléments, nous retiendrons donc l'hypothèse d'un ralentissement du carnet de commandes dans l'industrie ferroviaire (et pour Alstom) au cours des prochains trimestres. Nonobstant, nous ne devons pas oublier qu'avec un carnet de commandes représentant plus de 4 années de chiffres d'affaires et avec une progression des revenus de 3% au T3 2015, le groupe français semble se distinguer dans son secteur, d'autant plus que les perspectives restent encourageantes.

#### Valorisation

En termes de valorisation, les multiples se situent sur des niveaux plus faibles que la moyenne historique. Sur base des comparables, l'on retiendra que les multiples d'exploitation se situent sur des niveaux inférieurs par rapport au secteur alors bien même que les taux de croissance et les marges du groupe sont en ligne avec les pairs. Toujours dans cet exercice de valorisation, la méthode par somme des parties (valorisation patrimoniale des différentes activités du groupe, y compris les filiales) atteint selon les estimations une valeur proche des 32 EUR.

En conclusion, le titre garde un important potentiel de revalorisation, le risque bilanciel est très faible (car position net cash), le carnet de commandes est très généreux, les perspectives restent bien orientées et le coût du capital est très faible => le diagnostic financier est donc très favorable. Le risque porte sur un ralentissement de la croissance économique (=> diminution des projets ferroviaires). En raison du ralentissement important du secteur au niveau mondial, et malgré le faible niveau de valorisation, nous sommes à “Conserver” sur Alstom.

### ■ Derniers résultats

Pour les neuf premiers mois de 2015/16 (du 1er avril au 31 décembre 2015), les prises de commandes d'Alstom se sont établies à 6,3 milliards d'euros, contre 8,0 milliards d'euros sur la même période l'année dernière qui incluait un contrat pour une valeur de 4 milliards d'euros en Afrique du Sud. Le chiffre d'affaires du Groupe a atteint 4,9 milliards d'euros, en progression de 8% et 3% à périmètre et taux de change constants par rapport aux neuf premiers mois de 2014/15. Le ratio commandes sur chiffre d'affaires est resté élevé à 1,3. A 28,7 milliards d'euros au 31 décembre 2015, le carnet de commandes représentait plus de 4 années de chiffre d'affaires.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## DELTA LLOYD (ISIN NL0009294552 - 5,43 EUR)

### Profil

Delta Lloyd est un groupe de services financiers organisé autour de 3 pôles d'activités :

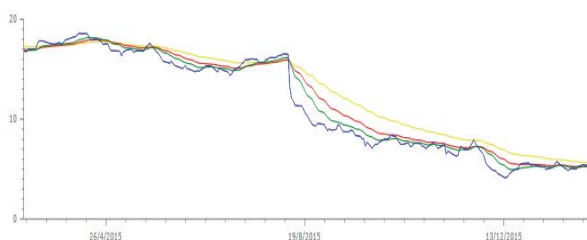
- assurance : assurance vie (66,3% des primes émises brutes) et assurance non vie (33,7%) ;
- gestion de fonds ;
- prestations de services bancaires.

Aux Pays Bas, le groupe exerce principalement son activité sous les noms de Delta Lloyd, OHRA et ABN AMRO Insurance, et sous le nom de Delta Lloyd en Belgique.

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,13  
Cours/Actif Net : 0,50  
Rendement : 0%

#### Evolution du titre Delta Lloyd



### Notre opinion

#### L'augmentation de capital pèse sur le titre

##### Profil

Depuis 1807, le groupe Delta Lloyd (DL) est un véritable partenaire pour les compagnies d'assurances, les fonds de pensions ou encore des groupes bancaires. Ses principaux pôles d'activités sont l'assurance vie, retraite et dommages aux Pays-Bas et vie et dommages en Belgique. Dans ces deux pays, DL est respectivement classé en 3ème et 5ème position. Le groupe Delta Lloyd détient 4 marques : Delta Lloyd, ABN AMRO assurance, BeFrank et OHRA. Le groupe emploie près de 6.000 salariés.

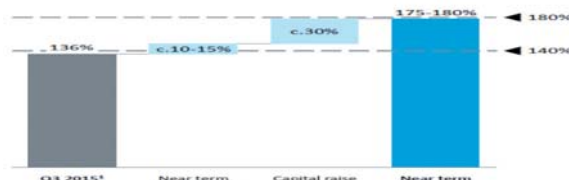
##### Le niveau de solvabilité est critique

Bien que le ratio de solvabilité sur base Solvency I soit assez élevé (181%), ce ratio tombe à seulement 136% lorsque l'on se réfère à Solvency II (calcul via un modèle standard). Fin d'année dernière, la direction du groupe a annoncé une série de mesure visant à augmenter le ratio Solvency II à 175/180%. Nous retiendrons,

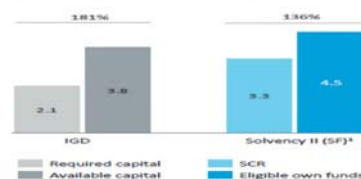
- L'annonce d'une augmentation de capital;
- Réduction de l'exposition dans l'immobilier commercial;
- La vente éventuelle de la participation de 30% dans Van Lanshcot;

L'augmentation de capital rapportera 30% de plus sur le ratio de solvabilité et 10 à 15% proviendront des décisions prises par le groupe.

#### Standard Formula ratio



#### Solvency ratio (Q3 2015, €bn)



#### Augmentation de capital de 1 milliard d'euros

Delta Lloyd souhaite réaliser une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription pour un montant d'1 milliard d'euros et ce peu après la publication des résultats du 24 février 2016 (résultats de l'exercice 2015) et après avoir obtenu l'approbation des actionnaires lors d'une assemblée générale extraordinaire. L'émission des nouvelles actions sera entièrement souscrite par un syndicat de banques. Cependant, des résistances apparaissent chez certains importants actionnaires, de sorte que l'opération n'est pas encore bouclée.

#### S&P 500 abaisse la note de crédit et la place sous "surveillance"

Le 14 décembre dernier, l'agence S&P 500 a abaissé le rating de Delta Lloyd de "A" à "A-". L'agence de notation avait déjà placé sous surveillance le rating de l'assureur le 14 août 2015, en raison notamment de l'incertitude entourant la réussite ou non de l'augmentation de capital. Une fois que l'augmentation de capital sera acquise, l'agence de notation réévaluera ses perspectives sur le rating.

#### Conseil d'investissement

Nous ne recommandons pas d'acheter l'action avant l'augmentation de capital car cela aura un effet dilutif très important. Pendant l'augmentation de capital (avec la forte baisse du titre) l'action pourra être achetée. Par contre, s'il y a un activisme actionnarial important (contre l'augmentation de capital), il est alors impossible d'estimer combien d'actions seront émises et donc de connaître l'impact de la dilution. Actuellement, nous tablons sur un scénario où le nombre d'actions en circulation devrait doubler (une action nouvelle pour une action existante).

#### Derniers résultats

Au cours des neuf premiers mois de 2015, les revenus des primes des affaires non-vie de Delta Lloyd ont progressé de 2% à 1.068 millions d'euros, tandis que le ratio combiné se dégrade légèrement à 96,6%. L'APE (Annual premium equivalent) en vie a progressé de 5,5% à 342 millions d'euros. Les capitaux propres à fin septembre sont ressortis légèrement inférieur à 2.244 millions d'euros, en raison d'un impact négatif des IFRS, du paiement des dividendes et d'une réévaluation négative des AFS (Available for sale securities).

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ NN GROUP (ISIN NL0010773842 - 31,05 EUR)

### ■ Profil

Suite aux aides financières reçues durant la crise financière entre 2007 et 2008, la Commission européenne avait imposé à la banque néerlandaise ING Group de se défaire de certaines activités, et notamment de la branche assurance. ING Group a donc introduit en Bourse ses activités d'assurance sous le nom de NN Group en juillet 2014.

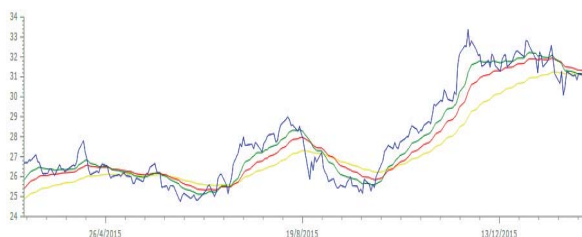
NN Group est présent dans plusieurs branches d'activités (Assurance-Vie, Non-Vie et Investment Management) et dans plusieurs pays (principalement aux Pays-Bas, puis en Europe et au Japon), toutefois, l'activité phare du groupe reste l'Assurance-Vie aux Pays-Bas : environ 60% du résultat opérationnel.

Au niveau de la variabilité des taux d'intérêts et de l'impact sur le capital : l'on retiendra qu'une variation de 50 points de base des taux d'intérêts a un impact de 150/250 millions d'euros sur le capital de NN Group, ce qui est peu significatif (les capitaux propres s'élevaient à environ 20 milliards d'euros).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 8,34  
Cours/Actif Net : 0,50  
Rendement : 4,39%

#### Evolution du titre NN Group



### ■ Notre opinion

#### Une histoire de cash-flow

##### Profil

NN Group est un groupe d'assurance qui opère dans plus de 18 pays, avec de fortes positions dans de nombreux pays européens et au Japon. Le groupe emploie près de 11.500 personnes et compte plus de 15 millions de clients. Au Pays-Bas, le groupe est leader sur le marché de l'assurance vie et le troisième acteur dans l'assurance non vie. ING Group détient 16,2% du capital de NN Group.

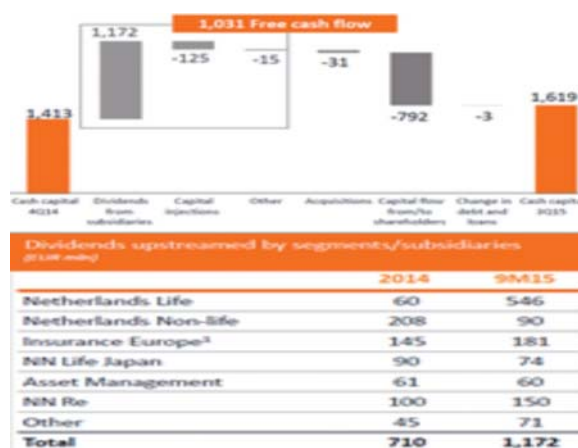
##### Une solvabilité élevée

NN Group dispose d'un des ratios de solvabilité les plus élevés parmi les assureurs européens (322% sous Solvency I). Depuis janvier 2016, la réglementation Solvency II est entrée en vigueur : les exigences au niveau de la solvabilité sont plus élevées. Sous Solvency II, le groupe NN Group détient le deuxième plus élevé ratio de solvabilité (214%), précédé par

Ageas (235%). Il n'y a donc pas de risque de voir NN Group renforcer son bilan.

##### Solides flux de trésorerie

NN Group dispose d'une importante trésorerie, et qui continue de progresser grâce aux flux de trésorerie générés par ses différentes branches d'activités. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2015, le cash-flow libre s'est élevé à 1,1 milliard d'euros. Ce montant de liquidité peut théoriquement permettre au groupe de procéder à des rachats d'actions et/ou augmenter son dividende et/ou faire des acquisitions stratégiques. Si la direction n'a pas l'intention de réaliser des acquisitions, il est alors très probable que le groupe soit amené à augmenter son dividende et/ou à procéder à un programme de rachat d'actions.



##### Conseil d'investissement

Le titre NN Group a très bien performé ces derniers mois et est désormais correctement valorisé. Cependant, deux éléments techniques pourraient impacter le cours de l'action NN Group au cours des prochains mois. 1/ ING Group devrait céder sa part de 16,2% dans NN Group avant la fin 2016. Cela correspond à un montant d'environ 1,5 milliard d'euros à placer dans un environnement de marché moins favorable. ING peut toutefois demander un report devant l'Europe. 2/ L'augmentation de capital de Delta Lloyd (1 milliard d'euros) et l'introduction en bourse d'ASR, peut également conduire certains gestionnaires de fonds à remanier leurs portefeuilles, impact donc négatif du poids du titre NN Group dans certains portefeuilles d'actions. Nous conseillons donc de conserver encore le titre NN Group, mais de réduire ensuite la position lorsqu'il y aura une nouvelle progression.

### ■ Derniers résultats

NN Group a enregistré une forte progression de son résultat d'exploitation et de son bénéfice au cours des neuf premiers mois de l'année 2015, en raison d'une hausse de l'activité dans tous les segments et des réductions de coûts. Les charges d'exploitation ont été réduites de 8,9% par rapport à la même période en 2014. Cela se traduit par un ratio coût/revenu de 32,6% vs. 35,7% pour 9M14. En vie la production (APE) a légèrement diminué (-1,3%), tandis que le ratio combiné a diminué de 2,4 points (à 101,8%). Le ratio de solvabilité s'est fortement amélioré, à 322%.



# Gestion de portefeuilles

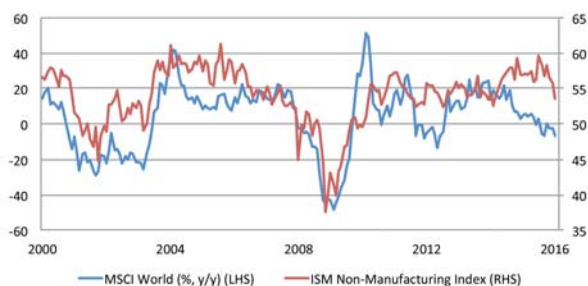
Thomas Stul  
Gestionnaire de portefeuille



L'année 2016 a commencé dans une atmosphère très volatile à cause des divergences monétaires mondiales, des inquiétudes concernant l'évolution des bénéfices des entreprises, d'une nouvelle baisse des cours des matières premières et de l'impact du dollar américain fort. De plus, la transition de l'économie chinoise continue à planer au-dessus des marchés financiers, les marchés émergents restent confrontés à de nombreux défis, les anticipations du marché divergent concernant les futures hausses des taux aux États-Unis et les risques géopolitiques demeurent nombreux. A court terme, il est clair que les attentes des investisseurs concernant les rendements futurs doivent être réduites alors que les perspectives en matière de volatilité doivent être revues à la hausse. Comme en 2015, les rendements régionaux seront portés par les divergences en matière d'évolution économique, de cycle des bénéfices et de cycle des taux, ainsi que par l'impact du cours du pétrole. Malgré la grande volatilité du marché et les commentaires négatifs, les actions des pays développés jouissent toujours d'une préférence relative.

D'abord et avant tout, la correction ne semble pas soutenue par des fondamentaux économiques. Ainsi, la baisse de l'indice MSCI World dans le graphique ci-dessous n'est pas suivie d'une correction de l'indice PMI dans les pays développés, qui mesure la confiance des directeurs d'achat. Comme le montre le graphique, il existe un lien étroit entre les deux.

MSCI World vs. ISM-Index

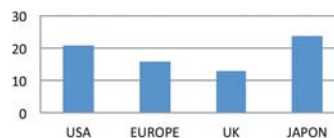


Dans le prolongement de ce constat, notre hypothèse reste qu'une récession n'est pas à l'ordre du jour dans les pays développés et que le risque est trop présent dans les valorisations actuelles. Une croissance économique faible, mais positive avec une légère reprise de l'inflation doit être le fil rouge de 2016. Le marché de l'emploi, les dépenses des consommateurs et la faiblesse des prix de l'énergie soutiendront la croissance économique à terme. Ainsi, le faible prix du pétrole continuera à contribuer à la croissance

à plus long terme et favorisera les dépenses des consommateurs, qui ont un poids important (> 60%) dans la croissance du PIB. Les économies émergentes, en revanche, restent confrontées à de nombreux défis politiques et économiques. La mauvaise situation du marché des crédits et la dépendance aux cours des matières premières ne trouveront pas de solution à court terme. En outre, il y a la dépendance à la Chine. La manière dont le marché perçoit la transition de l'économie chinoise joue un rôle extrêmement important dans le sentiment des investisseurs. La baisse de l'activité industrielle est trop souvent mal perçue. Or, il est normal qu'un pays qui passe d'une économie portée par l'industrie à une économie portée par la consommation intérieure enregistre une croissance plus faible, mais également plus durable. Même si les autorités chinoises disposent d'un large assortiment d'options politiques, leur impact est difficile à estimer. Les modifications du cours du yuan ont déjà fait des dégâts sur les marchés financiers à plusieurs reprises. Néanmoins, nous continuons à tabler sur un atterrissage en douceur de l'économie chinoise.

Comme le précédent rapport mensuel l'expliquait déjà, nous continuons à préférer l'Europe au sein des économies développées. Sous l'effet de la correction boursière actuelle, les actions européennes présentent des valorisations plus attractives que les actions américaines et offrent un plus grand potentiel de rattrapage en matière de marges et de bénéfices. De plus, la politique monétaire reste ultra-accommodante, et l'on s'attend d'ailleurs à des stimuli supplémentaires en mars prochain. La faiblesse du cours de change EUR/USD soutient également les résultats des entreprises européennes. Du côté des valorisations, les entreprises européennes présentent un plus fort potentiel haussier, comme on peut le déduire du graphique ci-dessous qui met en lumière leur valorisation plus faible.

CAPE-ratio



En outre, on table pour 2016 sur une croissance relative des bénéfices plus marquée pour les entreprises européennes et une grosse activité sur le marché des fusions et acquisitions qui continueront à soutenir les cours des actions. Enfin, les taux d'intérêt mondiaux devraient rester bas, ce qui rend plus attractifs les actifs risqués.

# Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe C

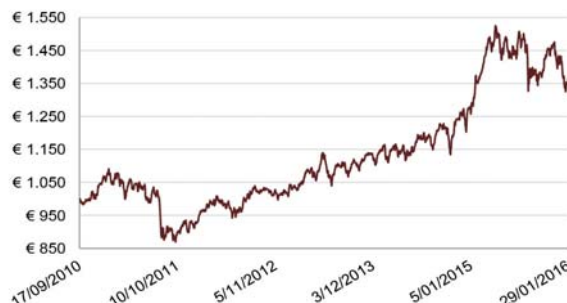
### Objectif et stratégie d'investissement

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

### Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 29 janvier 2016	1.366,12
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

### Evolution de la VNI depuis le lancement



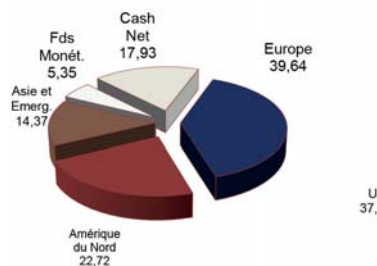
### Concentration

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

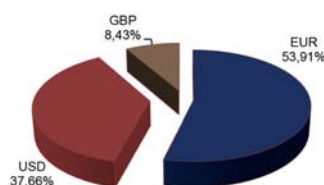
### Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	9,19	LU	Sicav	Non
Varenne Valeur	Europe	8,68	FR	FCP	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,38	UK	OEIC	Non
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,57	LU	Sicav	Oui
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,88	LU	Sicav	Oui

### Allocation par région/secteurs (%)



### Allocation par devise (%)



### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Rémunération de distribution :	1,0%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	6 sept 10	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	TOB à la sortie :	1,32% (max 2.000 EUR)
Risque <sup>1</sup> :	0 1 2 3 4 > 5 < 6 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	Caceis Belgium

### Avertissements

**Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir.** Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet [www.leleuxinvest.be](http://www.leleuxinvest.be). Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

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

# Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



Classe D

## Objectif et stratégie d'investissement

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

## Evolution de la VNI à fin de mois

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

## Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 29 janvier 2016	997,14
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (12 décembre 2014) :	986,41

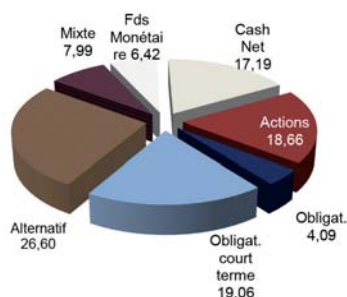
## Concentration

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

## Principaux gestionnaires en portefeuille

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

## Allocation par Univers et par devise (%)



## Caractéristiques

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

## Avertissements

**Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir.** Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet [www.leleuxinvest.be](http://www.leleuxinvest.be). Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

- **Jeudi 21 avril 2016 : Conférence**  
**La multigestion indépendante, un portefeuille global diversifié**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : Spiroudôme, Rue des Olympiades, 2 - 6000 Charleroi / 19h  
 Orateur : Monsieur Carlo Luigi Grabau,  
 Administrateur chez Leleux Invest  
 Inscriptions : 0800/255 11

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b> <b>ANTWERPEN</b> <b>ANZEGEM</b> <b>ATH</b> <b>BERCHEM</b> <b>CHARLEROI</b> <b>DEURNE</b> <b>DRONGEN</b> <b>GENT</b> <b>GRIVEGNÉE</b> <b>HASSEL</b> <b>IEPER</b> <b>KNOKKE</b> <b>KORTRIJK</b> <b>LA LOUVIERE</b> <b>LEUVEN</b> <b>LIEGE</b> <b>MECHELEN</b> <b>MELSELE</b> <b>MONS</b> <b>NAMUR</b> <b>OVERIJSE</b> <b>TOURNAI</b> <b>UCCLE</b> <b>WATERLOO</b> <b>WAVRE</b>	<b>Agences</b> Capucienelaan, 27 Frankrijklei, 133 Wortegemsesteenweg, 9 Rue Gérard Dubois, 39 St-Hubertusstraat, 16 Boulevard P. Mayence, 9 J. Verbovenlei, 46 Petrus Christusedreef, 15 Koningin Elisabethlaan, 2 Avenue des Coteaux, 171 Diestersteenweg, 150 R. Kiplinglaan, 3 Piers de Raveschootlaan, 113 Minister Liebaertlaan, 10 Rue Sylvain Guyaux, 40 Jan Stasstraat, 2 Place Saint-Paul, 2 Schuttersvest, 4A Kerkplein, 13 Rue de Bertaimont, 33 Avenue Cardinal Mercier, 54 Kasteel de Marnix, 1 Boulevard des Nerviens, 34 Chaussée de Waterloo, 1038 Chaussée de Louvain, 273 Place H. Berger, 12	Tél: +32 53 60 50 50 Tél: +32 3 253 43 30 Tél: +32 56 65 35 10 Tél: +32 68 64 84 60 Tél: +32 3 253 43 10 Tél: +32 71 91 90 70 Tél: +32 3 253 43 20 Tél: +32 9 269 96 00 Tél: +32 9 269 93 00 Tél: +32 4 230 30 40 Tél: +32 11 37 94 00 Tél: +32 57 49 07 70 Tél: +32 50 47 40 00 Tél: +32 56 37 90 90 Tél: +32 64 43 34 40 Tél: +32 16 30 16 30 Tél: +32 4 230 30 30 Tél: +32 15 45 05 60 Tél: +32 3 750 25 50 Tél: +32 65 56 06 60 Tél: +32 81 71 91 00 Tél: +32 2 880 53 70 Tél: +32 69 64 69 00 Tél: +32 2 880 63 60 Tél: +32 2 357 27 00 Tél: +32 10 48 80 10

**Internet:** <http://www.leleux.be>  
**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto: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 :  
**29 janvier 2016**