

Edito

Le résultat des élections générales en Grèce du 25 janvier dernier ne manquera pas de tenir les marchés financiers et la presse internationale en haleine durant les prochaines semaines, voire les prochains mois. La victoire d'un parti politique remettant clairement en cause une politique d'austérité n'est certes pas une surprise en soi. On se souviendra par ailleurs que plusieurs promesses de campagne du Président Hollande en France ou du Président du Conseil Renzi en Italie étaient finalement très proches du programme de parti du premier ministre grec. Faut-il dès lors en conclure que la politique d'austérité menée depuis plusieurs années est arrivée à son terme ? L'Euro est-il menacé ?

Avant de répondre à ces différentes questions, force est de replacer les éléments dans leur contexte et de retracer les origines du problème. En 1995, les taux d'intérêt des emprunts de l'Etat grec à dix ans se situaient entre 16 et 18% (le taux allemand fluctuait quant à lui entre 6 et 7,5%). La perspective de l'entrée de la Grèce dans la zone Euro a permis de diminuer progressivement ces taux d'intérêt. Au 1^{er} janvier 2002, date de l'adoption de l'euro par la Grèce, les taux d'intérêt grecs étaient passés à moins de 6% (les taux allemands tournant aux alentours de 4,5%).

L'adhésion de la Grèce à la monnaie unique a ainsi considérablement diminué le coût de financement de sa dette publique, et ce parce que les marchés financiers anticipaient le fait que la participation de la Grèce à l'Euro allait mettre la pression suffisante sur les autorités helléniques pour mettre de l'ordre dans leurs finances publiques. A l'époque, la Commission Européenne, garante des traités, ne pouvait pas ignorer que les chiffres remis par Athènes étaient au minimum embellis, dans le pire des cas trafiqués. Quoi qu'il en soit, la Commission Européenne a alors fermé les yeux sur une situation qui, si elle avait été traitée normalement, n'aurait pas permis à la Grèce de rejoindre la zone euro avant plusieurs années, et a préféré prendre le pari qu'à l'instar de l'Espagne ou du Portugal vingt ans plus tôt, la Grèce allait connaître une croissance économique grâce à l'euro, croissance qui allait régler ses problèmes de finances publiques. C'était bien mal connaître le pays et son organisation administrative.

Car en pratique, les gouvernements qui se sont succédés de 2002 à 2008 n'ont pas utilisé cet allègement de la charge des intérêts pour diminuer

sensiblement leur endettement. Que du contraire. Pendant plus de six ans, les gouvernements dépensèrent ces nouvelles marges pour tenir leurs promesses électorales et notamment dépenser 11 milliards d'euros pour l'organisation des jeux olympiques de 2004. Et cela, sans que la Commission Européenne, remise alors en cause par l'Allemagne et la France qui la jugeaient à l'époque trop orthodoxe (ces deux pays présentant un déficit budgétaire dépassant alors les 3%), ne rappelle le gouvernement d'Athènes dans les rangs. Lorsque la crise financière de 2008 a frappé, les taux d'intérêt grecs sont tout simplement remontés aux niveaux connus avant l'entrée dans la zone euro, créant une situation de faillite virtuelle.

Le gouvernement grec a alors dû faire appel à l'aide européenne. Aujourd'hui, après plusieurs plans d'aide internationale, la dette grecque est détenue à 89% par l'Union européenne au travers de plusieurs mécanismes. Le tout accompagné d'exigences en termes de réformes structurelles, exigences incommensurables et sur une échéance de quelques années seulement, réformes qui ne pouvaient que se traduire par une récession importante du PIB grec et des impacts dramatiques sur le niveau de vie de la population. Quand on pense qu'il a fallu près de 15 ans pour que la Belgique réduise son endettement de 137,8% du PIB en 1993 à 84% en 2007, il était tout à fait illusoire, voire même irresponsable, d'espérer que la Grèce fasse de même en moins de cinq ans.

Tout était donc en place pour que la population grecque refuse tout nouvel effort après sept années de sacrifices douloureux. Et ce même si ces sacrifices ont payé. Dès 2013, la Grèce présentait un surplus primaire (hors charges de la dette) de près de 1,5 milliards d'euros. En 2014, la croissance de l'économie était de retour, avec un taux de 1,7% à faire pâlir les économies du Nord de l'Europe. L'Union européenne avait même prévu dans ses programmes d'aides un assouplissement de la charge d'intérêts et de ses exigences dans pareille situation.

Il faut désormais espérer que le gouvernement grec fera preuve de modération dans ses négociations avec l'Union européenne, et que celle-ci pourra également alléger la pression sur les épaules du peuple grec, afin de ne pas jeter au rencart les fruits de sept années d'efforts que beaucoup d'Européens auraient simplement refusé de faire. Les semaines qui viennent seront dès lors capitales, tant pour la Grèce, que pour la zone Euro.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse AEGON	6
	Analyse ATOS	7
	Analyse VOLKSWAGEN	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)

450,39 +6,1%⁽¹⁾ ✓
+6,1%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.530,31 +7,5%⁽¹⁾ ✓
+7,5%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

4.604,25 +7,8%⁽¹⁾ ✓
+7,8%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

10.694,32 +9,1%⁽¹⁾ ✓
+9,1%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

6.749,40 +2,8%⁽¹⁾ ✓
+2,8%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

8.385,13 -6,7%⁽¹⁾ ✗
-6,7%⁽²⁾ ✗

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.197,57 +6,4%⁽¹⁾ ✓
+6,4%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

17.164,95 -3,7%⁽¹⁾ ✗
-3,7%⁽²⁾ ✗

NASDAQ (USA)

4.635,24 -2,1%⁽¹⁾ ✗
-2,1%⁽²⁾ ✗

TS 300 (Canada)

14.673,48 +0,3%⁽¹⁾ ✓
+0,3%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

17.674,39 +1,3%⁽¹⁾ ✓
+1,3%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1.677,54 -1,9%⁽¹⁾ ✗
-1,9%⁽²⁾ ✗

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2014



La récente baisse des cours du pétrole soutient la reprise de l'économie mondiale. En réponse à un marché pétrolier caractérisé par une offre abondante, les cours du Brent ont continué de diminuer fortement en janvier. Comme la baisse des prix du pétrole entraîne une redistribution des revenus des pays producteurs nets vers les consommateurs nets de pétrole, cette évolution soutient la demande mondiale, les pays consommateurs ayant une plus forte propension à dépenser. Toutefois, la reprise demeure progressive et les évolutions économiques varient selon les régions. La croissance reste robuste aux Etats-Unis, sa dynamique se ralentit en Chine et l'activité n'a pas redémarré au Japon. La situation économique s'est encore détériorée en Russie, mais ses répercussions sur d'autres marchés demeurent limitées à ce jour. Le commerce mondial montre des signes de renforcement. Le fléchissement des prix de l'énergie a entraîné une baisse des taux d'inflation au plan mondial.

L'activité aux Etats-Unis a été plus forte que prévu et les indicateurs font état d'une croissance robuste à court terme. La croissance du PIB en volume s'est établie à 1,2% en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, soit le taux de croissance le plus élevé en près d'une décennie. Les données récentes restent robustes, suggérant seulement un léger ralentissement de la croissance au dernier trimestre de l'année. Globalement, la hausse du revenu des consommateurs, entraînée par la baisse des cours du pétrole, devrait largement compenser l'incidence négative du nouveau renforcement du dollar observé depuis décembre, dopant ainsi les perspectives globales d'activité aux Etats-Unis. Dans le même temps, la baisse du prix du pétrole devrait entraîner un ralentissement de l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) à court terme, mouvement renforcé par les tensions baissières résultant de l'appréciation du dollar. Cette évolution s'est déjà traduite par un ralentissement de la hausse annuelle de l'IPC, qui est revenue à 0,8% en décembre, contre 1,7% depuis le mois d'août.

Sur les marchés financiers de la zone euro, les taux à court terme du marché monétaire ont poursuivi leur baisse dans un environnement d'excédent de liquidité accru, atteignant de nouveaux plus bas historiques. Les taux d'intérêt à long terme ont également franchi un nouveau plancher historique, reflétant la baisse du rythme de la croissance et l'atonie de la dynamique de l'inflation, ainsi que les anticipations par les marchés des achats de dette souveraine par la Banque centrale européenne. Dans le même temps, les cours des actions dans la zone euro se sont inscrits en hausse. Le taux de change l'euro s'est de nouveau déprécié dans un contexte de nouvelles divergences des politiques monétaires dans la zone euro et à l'étranger.

Globalement, les derniers indicateurs économiques disponibles et les résultats tirés d'enquête les plus récents continuent d'aller dans le sens d'une expansion économique modérée à court terme dans la zone euro, tandis que la récente baisse des prix du cours du pétrole devrait soutenir la

croissance à plus long terme. Cela étant, si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'amélioration, le chômage reste élevé et le niveau des capacités de production inutilisées ne devrait diminuer que progressivement.

L'inflation mesurée par l'IPCH (Indice des Prix à la Consommation Harmonisé) dans la zone euro a sensiblement fléchi en décembre, pour s'établir à -0,2%. Sur la base des informations disponibles, les perspectives d'inflation à court terme demeurent faibles et la variation annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à un niveau très bas ou négatif au cours des prochains mois. Soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise en cours et les prix actuels des contrats à terme qui reflètent une hausse progressive des cours du pétrole sur la période à venir, les taux d'inflation devraient augmenter graduellement plus tard dans l'année et en 2016.

L'analyse monétaire indique que le taux de croissance de la masse monétaire s'est encore redressé dans la zone euro. La baisse des prêts aux sociétés non financières a continué de se modérer, tandis que le taux de croissance des prêts aux ménages s'est stabilisé à un niveau faiblement positif. Ces évolutions ont été favorisées par une réduction importante et généralisée des taux débiteurs enregistrée depuis l'été 2014. Malgré l'amélioration des conditions de distribution du crédit, les critères d'octroi sont demeurés relativement restrictifs. Les mesures de politique monétaire de la BCE devraient conforter une nouvelle amélioration des flux de crédits.

Au cours de son examen de la situation économique et monétaire, lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à une évaluation approfondie des perspectives d'évolution des prix et de la relance monétaire déjà réalisée. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé :

- Premièrement, de lancer un programme étendu d'achats d'actifs, englobant les programmes en vigueur d'achats de titres adossés à des actifs et à des obligations sécurisées ainsi que des achats sur le marché secondaire, de titres libellés en euros de bonne qualité ('investment grade') émis par les gouvernements, les agences de la zone euro et les institutions européennes.
- Deuxièmement, de modifier la tarification des six opérations de refinancement à plus long terme ciblées ("TLTRO") en supprimant l'écart de 10 points de base par rapport au taux des opérations principales de refinancement qui a été appliqué aux deux premières TLTRO.
- Troisièmement, conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE ('forward guidance'), de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.



Europe

L'année a bien commencé pour les bourses européennes. La raison paraît évidente : le 22 janvier de cette année, la banque centrale européenne a décidé de suivre l'exemple des banques centrales américaine et japonaise. La BCE a lancé un programme d'assouplissement quantitatif et va racheter pour 60 milliards d'euros d'obligations européennes par mois entre mars 2015 et septembre 2016. Ces liquidités supplémentaires qui seront injectées dans le système doivent sortir l'économie européenne de l'ornière. Et surtout, la BCE veut parer à la menace déflationniste dans la zone euro. Les Bourses avaient anticipé la décision de la BCE, et les cours étaient déjà orientés à la hausse durant les semaines qui ont précédé l'annonce. Nous avons ainsi vu certains secteurs cycliques, comme les constructeurs automobiles et les actions chimiques, être bien orientés au cours du premier mois boursier de 2015. Plusieurs secteurs défensifs, comme les entreprises agro-alimentaires, se sont également montrés sous leur meilleur jour en raison de leur forte exposition aux pays émergents.

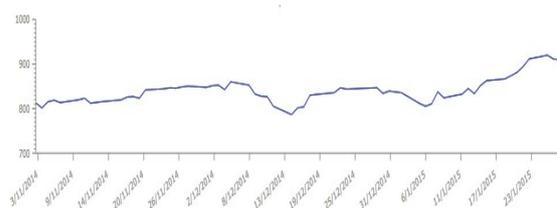
États-Unis

Les Bourses américaines ont connu deux premières semaines de janvier 2015 un peu plus difficiles, placées plutôt sous le signe de la stagnation. D'une part, de plus en plus d'opérateurs commencent à tenir compte d'un relèvement graduel du taux à court terme par la banque centrale américaine (Réserve fédérale) dans le courant de cette année. D'autre part, la nette appréciation du dollar ces derniers mois n'est pas une bonne nouvelle pour les entreprises américaines actives dans le monde entier. Ces dernières semaines, nous avons ainsi eu droit à des résultats décevants de Caterpillar par exemple. Des résultats décevants qui s'expliquent notamment par la hausse du billet vert et le ralentissement de la croissance dans les pays producteurs de matières premières.

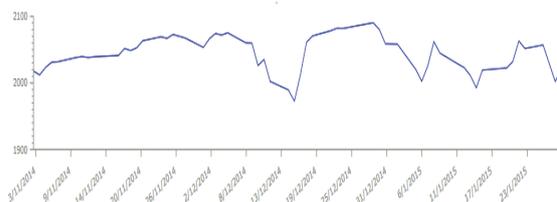
Pays émergents

La divergence entre les pays émergents producteurs et consommateurs de matières premières a subsisté en janvier de cette année. La chute du cours du pétrole se poursuit irrémédiablement, et le cours du minerai de fer se trouve à des niveaux historiquement bas. Cela s'exprime par des performances boursières décevantes des pays BR (Brésil et Russie) alors que les pays IC (Inde et Chine) continuent à profiter de l'afflux de capitaux qui alimentent la hausse des indices boursiers.

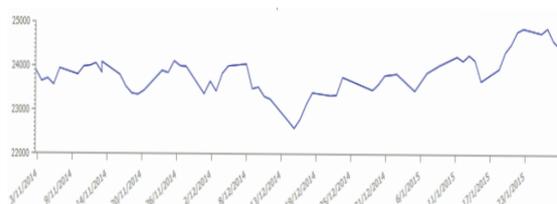
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA	Prévisionnel	Précédent	Publication	
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	102,0	23/02
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-1,60%	24/02
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-8,80	24/02
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,00%	26/02
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,80%	26/02
EMU	Confiance économique	-	101,2	26/02
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-0,30%	27/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	53,5	02/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	56,7	04/03
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,05%	0,05%	05/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	18/03



Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,89 +7,2%⁽¹⁾
+7,2%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,33 +3,6%⁽¹⁾
+3,6%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,75 +9,0%⁽¹⁾
+9,0%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +3,4%⁽¹⁾
+3,4%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 +0,1%⁽¹⁾
+0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,96 +15,4%⁽¹⁾
+15,4%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,69 +2,0%⁽¹⁾
+2,0%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,70 -2,2%⁽¹⁾
-2,2%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,60 -0,3%⁽¹⁾
-0,3%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +2,4%⁽¹⁾
+2,4%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +1,8%⁽¹⁾
+1,8%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,0%⁽¹⁾
+1,0%⁽²⁾

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

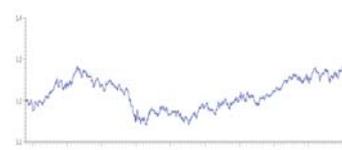
■ USD/EUR

Le dollar a de nouveau connu un bon mois par rapport à l'euro. Les mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE rendent l'euro moins intéressant, alors que le dollar profite de la vigueur de la croissance américaine.



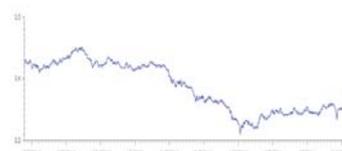
■ GBP/EUR

Ce qui précède explique également l'évolution de la livre britannique par rapport à l'euro : l'économie du Royaume-Uni se montre beaucoup plus performante que celle de la zone euro, ce qui rend cette monnaie attrayante.



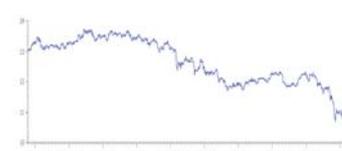
■ TRY/EUR

La livre turque a poursuivi son dérapage en janvier. L'inflation élevée dans le pays incite les investisseurs à adopter une attitude plus prudente vis-à-vis de cette monnaie.



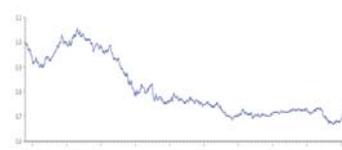
■ NOK/EUR

À présent que le cours du pétrole s'est quelque peu stabilisé, la couronne norvégienne semble rebondir. Ce redressement paraît cependant temporaire, car les incertitudes restent grandes sur le marché de l'or noir.



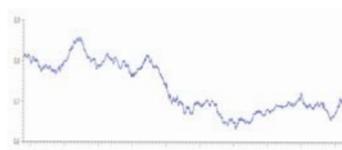
■ JPY/EUR

Le yen japonais a connu un bon début d'année 2015. En sa qualité de grande monnaie mondiale, le yen profite des mesures de la BCE qui visent implicitement à affaiblir l'euro.



■ AUD/EUR

Dans le sillage du dollar, le dollar australien a également rebondi au cours du mois écoulé. Le raisonnement est identique : les mesures de la BCE mettent l'euro sous pression.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



A l'issue d'une réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, présentée par avance comme historique, Mario Draghi a annoncé le lancement d'un programme d'achat de titres émis par des Etats ou des agences publiques. Il complète ainsi les précédentes mesures d'assouplissement monétaire présentées en juin, puis en septembre 2014.

Le programme d'achats d'actifs de la BCE a les caractéristiques suivantes :

- Les achats seront menés jusqu'en septembre 2016.
- Le montant des achats mensuels sur tous les types d'actifs sera de 60 milliards d'euros par mois, soit une expansion additionnelle de 1.150 milliards d'euros. La clé de répartition devrait être de 70% de titres publics et de 30% de titres privés (ABS et covered bonds).
- La BCE n'achètera pas plus de 25% de chaque émission et plus de 30% de chaque émetteur afin de limiter son exposition au risque crédit.
- La maturité des titres achetés pourra aller de 2 à 30 ans. Certains papiers achetés ont des rendements négatifs.
- La dette de tous les pays de la zone euro sera achetée au prorata de leur poids dans la détention du capital de la BCE, soit Allemagne : 25,6%, France 20,1%, Italie : 17,5%, Espagne : 12,6%, Pays-Bas : 5,7%, Belgique : 3,5%...
- La Grèce est un cas spécial. Elle doit d'abord rembourser à la BCE une

partie des titres achetés sous le programme SMP en 2010-2011 afin de libérer une capacité d'intervention de la BCE. Au mieux, cela n'interviendra pas avant juillet 2015.

- Les achats par les banques centrales nationales seront coordonnés par la BCE.
- Comme il existe en théorie un risque de perte sur les achats de titres publics, la question du partage des pertes éventuelles a fait l'objet d'un vif débat. La BCE a retenu une solution hybride. A hauteur de 20%, les pertes sont entièrement partagées entre pays, et pour les 80% restants, elles resteront localisées au niveau de la banque centrale nationale qui a acheté les titres en défaut.
- Le conseil est unanime pour reconnaître que ces achats d'actifs sont un acte de politique monétaire, ce qui est une protection en cas de recours probable devant la cour constitutionnelle allemande ou devant la CEJ.

Au total, il est probable que l'expansion du bilan de la BCE sera plus forte que ce qui était anticipé. Le lien entre taille du bilan et niveau de l'inflation n'a encore jamais été établi, mais du moins peut-on penser qu'avec ces annonces, la BCE démontre sa détermination à suivre son mandat et, ce faisant, elle apporte un soutien aux anticipations d'inflation à moyen terme.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

0,0540% -2,40⁽¹⁾ ↓
-2,40⁽²⁾ ↓

EUR (10 ans)

0,3020% -23,90⁽¹⁾ ↓
-23,90⁽²⁾ ↓

USD (3 mois)

0,1800% +0,00⁽¹⁾ ↑
+0,00⁽²⁾ ↑

USD (10 ans)

1,6407% -53,05⁽¹⁾ ↓
-53,05⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
BRL	IBRD	9,750%	27.09.2017	99,10%	10,20%	I+++	XS1172433200	5.000
CAD	EIB	1,125%	18.02.2020	99,52%	1,23%	I+++	CA298785GT79	1.000
CHF	Apple	0,750%	25.02.2030	100,00%	0,75%	I++	CH0271171693	5.000
EUR	Deutsche Bank	2,750%	17.02.2025	100,30%	2,71%	S+++	DE000DB7XJJ2	1.000
NZD	Aust & NZ Banking	4,250%	03.02.2020	99,47%	4,37%	I++	XS1180397777	2.000
USD	Microsoft	2,375%	12.02.2022	100,01%	2,37%	I+++	US594918BA18	2.000



■ AEGON (ISIN NL0000303709 - 6,33 EUR)

■ Profil

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

■ Résultats et perspectives

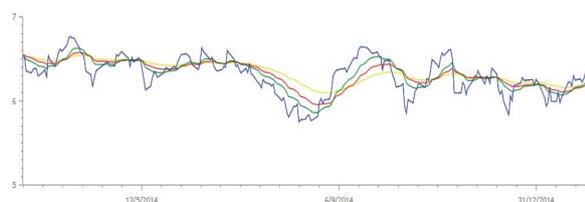
Comme on peut le voir ci-dessus, le groupe confirme une fois de plus la solidité de ses ventes avec une croissance de 38% de son chiffre d'affaires. Ce volume d'affaires s'explique essentiellement par les performances enregistrées aux Etats-Unis. Le résultat opérationnel est ressorti largement inférieur aux attentes, mais ce chiffre très décevant s'explique par des éléments non récurrents (changement des hypothèses actuariels et du modèle de valorisation aux Etats-Unis).

■ Analyse fondamentale

Cours :	6,33 EUR
Valeur comptable :	10,15 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,62
Ratio Cours/Bénéfice :	10,77
Rendement brut du dividende :	3,74%

Prochains résultats : 19 février 2015 / Résultat annuel 2014

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Une stratégie qui a du sens, mais gardons un œil sur les taux US...

Très présent sur le segment de la Santé/Prévoyance, mais également sur les produits de Retraite en Amérique du Nord, la stratégie commerciale de l'assureur néerlandais doit donc "jouer" avec l'évolution des taux à long terme aux US. Avec la fin du Quantitative Easing outre-Atlantique, le net rebond de la croissance économique, et la hausse des marchés actions, les taux à long terme sont attendus en hausse par la communauté financière depuis plusieurs trimestres, or, cette hausse ne vient toujours pas. Les raisons invoquées : la faiblesse de la croissance potentielle et la poursuite des flux d'investissement vers la dette d'Etat.

Cette situation, vous l'aurez compris, entraîne une nette diminution des rendements obligataires, ce qui pousse les

nombreux acteurs du secteur à revoir leur stratégie commerciale, notamment pour les acteurs spécialisés dans l'assurance-vie comme Aegon. Afin de réduire le risque liée à la poursuite de la baisse des taux long (=> ce qui rend difficile la recherche de rendement) tout en apportant un rendement en capital, le groupe (à l'instar des autres acteurs) se concentre outre-Atlantique sur des produits d'assurance-vie dénommés Variable Annuities sans garantie (contrat qui permet de bénéficier de la performance des marchés financiers) au détriment des produits à taux garantis. Outre le fait que ces produits sont nettement moins consommateur en capital (règles Solvency), ils sont également mieux margés. Cette stratégie permet in fine au bénéficiaire d'être moins dépendants de l'évolution des taux US, même si soulignons-le, une hausse graduelle (et l'on insistera jamais assez sur une "hausse graduelle") serait une très bonne nouvelle pour l'ensemble du secteur.

Plusieurs éléments positifs sur le dossier Aegon

- Primo, depuis que la rhétorique de la BCE concernant le taux de change et la politique monétaire a changé (début d'été 2014), l'euro s'est nettement dépréciée par rapport au dollar : de 1,40 en juin 2014, la parité atteint désormais 1,18 USD pour 1 EUR. Comme nous l'avons déjà souligné lors de nos précédentes analyses, la hausse du dollar est une bonne nouvelle pour Aegon car ce dernier réalise 65/70% de ses bénéfices en dollars.
- Secundo, concernant la gestion du bilan, la société néerlandaise continue sa politique de deleveraging. L'assureur vise ainsi un objectif de levier financier (rapport entre dette/capitaux employés) de 30%, contre 32% fin 2012 et une estimation à 28% en 2015. Par ailleurs, le ratio de solvabilité se situe à 202%, l'un des plus élevés dans son secteur.
- Tertio, tout comme la plupart des assureurs européens, la compagnie Aegon va augmenter son dividende en 2015 (à 0,24 EUR/action, soit un rdt de 4% au cours actuel) mais elle devrait également lancer un nouveau programme de rachat d'action sur 2015 (voire 2016) suite à cession d'actifs non stratégiques : le rachat d'actions est estimé à 400 millions d'euros => impact positif de 0,19 EUR par actions => soit un rendement au final (dividend + buyback) estimé à 7% fin 2015.
- Enfin, au niveau géographique l'on notera que : la succursale d'Aegon aux Etats-Unis (Transamerica) continue de voir sa part de marché progresser sur le marché des Variable Annuities (de 3,4% en 2011 à 6,5% aujourd'hui) et que les activités au Royaume-Uni et aux Pays-Bas continuent de très bien performer (tant au niveau des affaires nouvelles qu'au niveau opérationnel).

Faible valorisation

En termes de valorisation, les multiples se situent sur des niveaux historiquement faibles : le rapport cours sur bénéfice est de 9x et l'action cote en bourse 60% de sa valeur comptable. Les modèles de valorisation pointent une valeur intrinsèque à 6,60 EUR. Les fondamentaux sont solides (à la fois au niveau commercial mais également au niveau bilanciel), toutefois, l'on continuera à surveiller de près l'évolution des taux US qui défient toutes les perspectives...



■ ATOS (ISIN FR0000051732 - 66,51 EUR)

■ Profil

Atos figure parmi les 1ers groupes mondiaux de services informatiques. Le CA par activité se répartit comme suit : prestations d'infogérance (46,6%) ; intégration de systèmes (26,5%) ; prestations de services transactionnels (19,8%) ; prestations de conseil (7,1%). La répartition géographique du CA est la suivante : France (11,8%), Allemagne (19,3%), Royaume Uni et Irlande (19,1%), Benelux (12,6%), Europe (13,9%), Amérique du Nord (7,1%) et autres (16,2%).

■ Résultats et perspectives

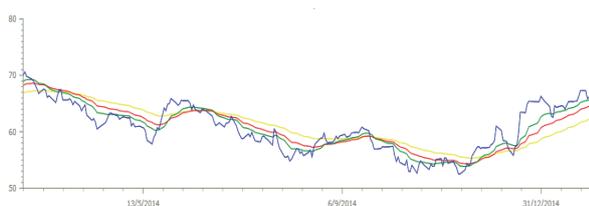
Le chiffre d'affaires au troisième trimestre s'est élevé à 2.209 millions d'euros, en hausse de +5,9% par rapport au troisième trimestre 2013. Les prises de commande du Groupe ont atteint 2.222 millions d'euros, ce qui représente un ratio prises de commande sur chiffre d'affaires de 101%. Le Groupe a généré 2 millions d'euros de flux de trésorerie disponible au troisième trimestre 2014. La trésorerie nette a atteint 762 millions d'euros à fin septembre 2014.

■ Analyse fondamentale

Cours :	66,51 EUR
Valeur comptable :	35,27 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,88
Ratio Cours/Bénéfice :	15,25
Rendement brut du dividende :	1,10%
Ratio dette nette/Capitaux propres :	-32,12%

Prochains résultats : 19 février 2015 / Résultat annuel 2014

■ Analyse technique



■ Notre opinion

“La quantité de données informatiques double tous les 18 mois”

Dirigé depuis 2008 par l'ex-ministre français de l'Economie (et ancien patron de Bull), Thierry Breton a apporté ses méthodes de management dans une entreprise qui était auparavant en perte de vitesse. Depuis son arrivée, les revenus ainsi que les marges ont doublé et le cours de l'action a quintuplé.

La croissance a commencé à s'accélérer à partir de 2011 suite à l'acquisition de la division Siemens IT (=> 1^{ère} présence aux USA pour Atos). Fin 2013, Atos met en place un plan stratégique sur une période de 3 ans dont les principaux

objectifs sont l'amélioration de la marge opérationnelle (entre 100 et 200 points de base) et l'accroissement de sa présence sur le plus grand marché informatique au monde, les Etats-Unis. Promesse tenue. Cette année, Atos a mis la main sur la société spécialisée dans l'informatique professionnelle Bull, ce qui permet à Atos d'enrichir ses offres en services Big Data et en Cloud et donnera à terme la “naissance du n°1 du Cloud en Europe et à l'un des leaders de la cyber-sécurité”. Après cette acquisition et toujours aussi boulimique, Atos s'offre en décembre dernier la branche informatique de l'américain Xerox. Cette transaction permet à la SSII française de tripler sa taille outre-Atlantique et ainsi d'arriver au même niveau de revenus qu'en Allemagne et en France (soit 15/18% du CA respectivement). Cette acquisition permet d'obtenir un profil géographique plus équilibré mais surtout d'être exposé à hauteur de 34/36% du CA sur les deux marchés (USA/UK) les plus dynamiques sur le marché des Services IT au monde.

Impact (très) positif à attendre des deux dernières acquisitions

Acquisition Bull : avec cette acquisition, Atos renforce son portefeuille d'activités dans les services Cloud (position de leader en Europe de l'Ouest), les serveurs haute performance, et la cyber-sécurité. Ces activités devraient afficher une croissance organique annuelle moyenne de 8/10% sur d'ici à 2016 avec un important effet sur la marge opérationnelle grâce aux nombreuses synergies.

Acquisition de Xerox IT : cette opération est complémentaire à l'activité d'Atos car elle apporte une forte présence aux Etats-Unis où la croissance du marché des services informatiques est de 7% (contre 2% en Europe). Xerox IT génère 93% de ses revenus aux Etats-Unis avec une marge d'exploitation de 8%. Pour fin 2015, Atos anticipe un impact positif de 10% sur le bénéfice par action dès 2015.

In fine, selon les estimations, ces deux opérations vont permettre au résultat opérationnel (EBIT) de passer de 645 millions d'euros fin 2013 à une fourchette de 940/980 millions d'euros en 2016, soit une croissance annuelle moyenne de 10/12% (en corollaire, la marge opérationnelle passera de 7,5% à 8/9% d'ici 2 ans). Comme souligné dans notre analyse du 28/06/2013, Atos bénéficie d'un taux élevé de revenus récurrents (70% du CA) grâce aux nombreux contrats pluriannuels, cette situation permet ainsi d'avoir une belle visibilité sur les flux de trésorerie.

Equity Story et faible valorisation

En capitalisant sur les nouvelles offres et technologies apportées par Bull, le groupe s'attend à “une accélération au quatrième trimestre” de ses revenus et de sa rentabilité, ce qui devrait entraîner une revalorisation du titre par rapport à ces pairs (au regard des multiples de valorisation, le titre Atos est 10/15% moins cher que ses concurrents). Enfin, l'on soulignera que les deux acquisitions n'ont qu'un impact marginal sur la qualité du bilan comptable : le rapport dette nette/capitaux propres restera en territoire négatif fin 2015 (Gearing ratio : -15% attendu en 2015 contre -30% sur 2014).



VOLKSWAGEN (ISIN DE0007664039 - 204,40 EUR)

Profil

Volkswagen est le 1er constructeur automobile européen. Le CA par activité se répartit comme suit : vente de véhicules (88,8%) : 9,7 millions de véhicules vendus en 2013, répartis entre véhicules particuliers (9,1 millions d'unités, dont 5,4 millions sous les marques Volkswagen, Skoda et Bentley, et 2 millions sous les marques Audi, Seat, Porsche et Lamborghini) et véhicules utilitaires (0,6 million ; marques Volkswagen, Scania et MAN) ; prestations de services financiers (11,2%) : prestations de financement (location, crédit-bail, etc.), de gestion de flotte, d'assurance, etc. A fin 2013, Volkswagen dispose de 106 sites de production dans le monde.

Résultats et perspectives

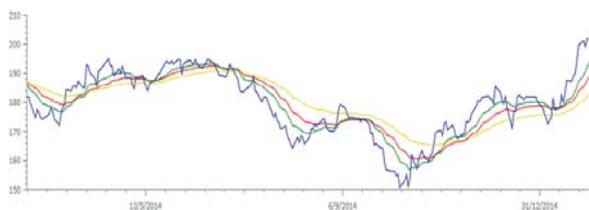
Les résultats du T3 2014 sont meilleurs que les prévisions du consensus. L'on soulignera que le résultat opérationnel ressort en hausse de 16%, soit 11% au-dessus du consensus. L'effet volume et prix explique cette belle performance, mais également l'impact moins négatif des devises. Lors de la publication des résultats, le groupe VOW a annoncé que le résultat opérationnel au second semestre serait équivalent au six premiers mois de l'année (+/- 12,4 milliards d'euros) soit légèrement plus élevé que ce que le consensus anticipait (à 12,2 Md d'euros).

Analyse fondamentale

Cours :	204,40 EUR
Valeur comptable :	200,87 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,01
Ratio Cours/Bénéfice :	9,14
Rendement brut du dividende :	2,40%
Ratio dette nette/Capitaux propres :	112,92%

Prochains résultats : 12 mars 2015 / Résultat annuel 2014

Analyse technique



Notre opinion

Cela paye d'être le pionnier !

Comme indiqué lors de notre analyse sectorielle en novembre dernier, les pays émergents contribueront à hauteur de 86,5% à la croissance du marché de l'automobile mondiale entre 2013 et 2020 (source PWC). Récemment et sans grande surprise, la Chine a réalisé la moitié de la croissance de ce marché au cours de ces cinq dernières années et cette tendance va se poursuivre : en raison, d'un taux d'équipement des ménages de 7% contre une moyenne de 60/80% dans les pays occidentaux, de la

poursuite de l'urbanisation dans les villes de l'Ouest du pays (ce qui compense le ralentissement observé dans les villes de l'Est suite à des mesures antipollution), et de la poursuite de la progression des revenus des ménages et notamment des plus aisés (=> favorable pour les ventes de véhicules Premium).

Implanté en Chine depuis le milieu des années 80, le consortium de Basse-Saxe y a réalisé en 2013 plus de 30% de ses facturations (environ 32/35% du résultat net) grâce à ses 2 joint-venture que sont Shanghai Automotive Industry Corporation (le premier constructeur du pays) et First Automotive Works (le troisième constructeur). Les ventes ont progressé de 25% en moyenne sur ces 5 dernières années (équivalent à la croissance du marché automobile chinois) et de 18% sur le 1er semestre 2014. Outre ces impressionnants résultats, Volkswagen -tout comme Peugeot- fait partie des constructeurs automobiles dont l'ensemble (95% exactement) des voitures vendues en Chine sont fabriquées sur ce même territoire. Cette situation permet à ces deux constructeurs d'éviter de payer une taxe de 25% sur l'importation de véhicules. Face à un marché de plus en plus encombré par l'arrivée de nouveaux acteurs, VOW tire donc son épingle du jeu face à certains de ses concurrents (notamment de Daimler qui au cours de ces 12 derniers mois a importé 54% de ses Mercedes-Benz vendues en Chine).

Léger rebond en Europe/impact devises moins négatif en 2015

Outre sa présence en Asie/Pacifique, VOW tire environ 35% de ses ventes en Europe de l'Ouest avec une part de marché de 25%, ce qui en fait le premier constructeur européen. Depuis 2007, le marché de l'automobile en Europe est en baisse régulière : ce marché est passé de 16 millions de véhicules légers en 2007 à 12 millions en septembre 2014. Toutefois, comme nous pouvons le voir en page 2 (source PWC) le marché de l'automobile en Europe a atteint un point bas mi-2013 et commence à se redresser tout doucement.

Au cours de l'année 2013 et jusqu'à mi-2014, les constructeurs automobiles ont été affectés par le recul de la plupart des devises contre l'euro. Sur 2015, les effets devises vont contribuer à l'amélioration des résultats grâce à la nette appréciation du dollar (et autres devises liées) contre l'euro. Le groupe VOW évoquait sur 2014 un impact négatif de 1,2 milliard d'euros (+/- 10% du résultat net), or au T3 2014 l'impact devises a été moins défavorable (800 millions) et sera positif dès le T4. Enfin, comme annoncé lors de notre analyse du 28/07/2014, la réduction des coûts de production commence à porter ses fruits : impact positif de 1,2 milliard d'euro sur l'EBITDA des 9 premiers mois 2014.

Faible valorisation

En termes de valorisation, les multiples se situent sur des niveaux historiquement faibles, on en veut pour preuve le rapport cours du bénéfice de seulement 8x et un rapport cours sur valeur comptable de 0,84x (contre une moyenne respective sur 5 ans de 11,70x et 0,96x). Les modèles de valorisation vont également dans le même sens, la valeur intrinsèque théorique ressort à 200 EUR, ce qui laisse un potentiel d'appréciation de 13% par rapport au cours actuel.

Gestion de portefeuilles

Thomas Stul
Gestionnaire de portefeuille



Le 22 janvier restera marqué dans les mémoires des investisseurs comme le jour où la Banque centrale européenne a annoncé un programme d'assouplissement massif, son action politique la plus agressive à ce jour. Avec le lancement du programme "QE" (quantitative easing, soit le rachat d'obligations publiques) pour un montant de 60 milliards EUR par mois de mars jusque fin septembre 2016 au moins, la BCE veut lutter contre l'inflation négative et enfin relancer la croissance économique dans la zone euro. Les attentes étaient extrêmes sur les marchés financiers (les marchés de taux avaient déjà nettement anticipé la décision de la BCE, avec de nouveaux records négatifs presque quotidiens pour les taux d'intérêt allemand), mais la BCE est parvenue à les satisfaire, ce qui a provoqué une réaction positive des marchés. Les marchés d'actions ont encore gagné du terrain, la pression baissière s'est maintenue sur les marchés de taux et l'affaiblissement de l'euro se poursuit. Ces trois tendances générales qui devraient rester d'actualité au cours des mois à venir sont expliquées ci-dessous. D'un autre côté, les effets à long terme de cette politique restent incertains, en particulier son impact sur l'économie réelle.

Quelles sont les implications de ce bond en avant monétaire pour les investisseurs ? Le programme QE devrait soutenir la confiance des investisseurs dans la zone euro à court terme. Une plus grande confiance et davantage de certitudes sur les perspectives, associées à un accès aux crédits plus efficace pour les entreprises, doivent à leur tour favoriser les investissements et la croissance économique. En combinaison avec la faiblesse de l'euro (qui doit doper les exportations) et l'assouplissement des conditions financières, il devrait également en résulter une diminution de l'écart de productivité et une amélioration de la compétitivité des entreprises européennes. La baisse de l'aversion au risque (grâce au regain de confiance) incitera les investisseurs à passer en mode « risk on » et à accepter plus de risques dans leur quête de (surcroît de) rendement.

Concernant les taux d'intérêt, on s'attend de manière générale à une poursuite de l'évolution négative pour les pays du cœur de la zone euro, qui viendra s'ajouter aux anticipations déjà intégrées dans les cours. Les taux à 10 ans sur les obligations publiques du cœur de la zone euro progressent de plus en plus en terrain négatif. Pour la périphérie, la baisse des taux induite par le programme d'assouplissement semble déjà en grande partie intégrée

dans les cours. Côté obligations d'entreprises, la chasse au rendement générale devrait soutenir la demande dans ce segment, raison pour laquelle les spreads ou primes de risque resteront plutôt bas. De manière générale, le "QE" devrait donc soutenir les cours des obligations dans l'ensemble de la zone euro. Les produits à revenu fixe deviendront ainsi plus intéressants en dehors de la zone euro, vu leur rémunération plus élevée et l'affaiblissement général de l'euro.

Les marchés d'actions ont réagi positivement au lancement de l'assouplissement quantitatif : les Bourses européennes ont amorcé un rebond à partir de la moitié du mois environ, soit à la veille de la réunion de la BCE. Comme cela a déjà été mentionné précédemment, le regain de confiance et les certitudes quant au maintien d'un environnement de taux bas doivent également soutenir les actions. Outre l'aspect dividendes et le manque d'alternatives, le levier lié à la capacité économique sous-exploitée dans la zone euro est un troisième facteur important qui incite à privilégier les actions de la zone euro. Enfin, les actions européennes conservent un potentiel haussier indéniable par rapport aux valorisations qui ont cours aux États-Unis.

Pour conclure, on peut affirmer que l'instauration d'un "QE" profitera surtout aux actifs financiers risqués (comme les actions), d'une part en favorisant un regain confiance général dans les investissements, d'autre part en compliquant encore la chasse aux rendements. Reste à savoir si l'impact économique sera à l'avenant. En gestion discrétionnaire, notre stratégie consiste à ne pas miser sur des valeurs cycliques avant que des signaux économiques positifs confirment la reprise économique. Une surpondération en valeurs cycliques sera indiquée dès qu'une tendance économique positive se dessinera dans la zone euro. Mais pour l'instant, nous privilégions toujours les entreprises qui allient un rendement de dividende élevé, des bilans robustes et des cash-flows solides. Le choix en faveur des sicaf immobilières s'inscrit dans ce raisonnement : les cash-flows stables et prévisibles, et les dividendes réglementés ont permis à cette catégorie d'actifs d'enregistrer d'excellentes performances en décembre et en janvier. Outre Befimmo et Cofinimmo, une troisième sicaf a été achetée pour le profil de gestion 2 (Baryton-Bass) : Intervest Offices & Warehouses. En outre, l'environnement de taux et les valorisations de marché nous incitent toujours à préférer les obligations d'entreprises aux obligations publiques.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

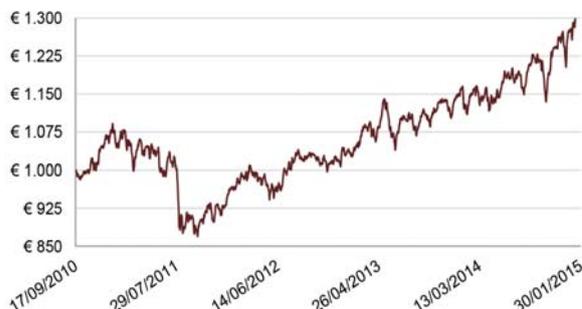
Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant 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 30 janvier 2015	1.349,87
VNI plus haut (23 janvier 2015) :	1.374,13
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



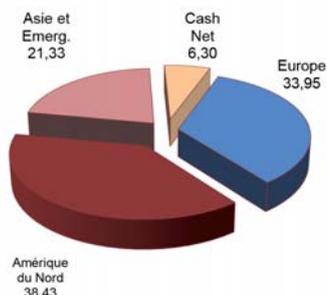
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	16
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	2

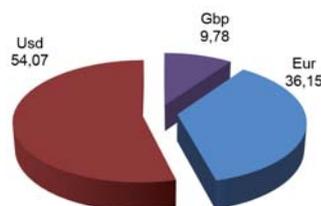
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Matthews Asia DVD Fd - I	Asie	11,60	LU	Sicav	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	9,73	UK	OEIC	Non
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	9,64	LU	Sicav	Non
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	6,93	LU	Sicav	Oui
Morgan Stanley US Advantage - I	Etats Unis	6,55	LU	Sicav	Non

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

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

Avertissements

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

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe D

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme 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
1.000	997,70	1.000,41	997,82	1.023,36	-
mars/15	avr/15	mai/15	juin/15	juil/15	août/15
-	-	-	-	-	-

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 30 janvier 2015	1.023,36
VNI plus haut (23 janvier 2015) :	1.029,67
VNI plus bas (12 décembre 2014) :	986,41

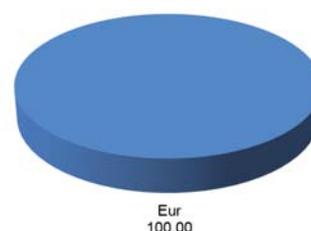
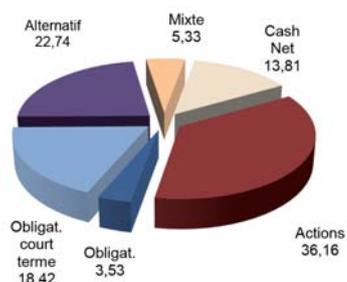
Principaux gestionnaires en portefeuille

Blackrock
Allianz Global Investors Europe
Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Lazard Fund Managers
La Française AM International

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	11
Nbr. de nouveaux fonds achetés	-
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

Allocation par Univers et par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Rémunération de distribution :	0,6%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	8 sept 14	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	Précompte mobilier libératoire :	25%
Risque ¹ :	0 1 2 3 > 4 < 5 6 7	Taxe sur les opérations boursières :	Néant
Calcul de la VNI :	Hebdomadaire	Souscription minimum :	1 action
Date de règlement :	j+4	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Rémunération de gestion :	0,4%/an	Réviseur :	Mazars
		Administrateur :	RBC I&T Services

Avertissements

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

- **Mercredi 4 mars 2015 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Maisons des Associations de La Louvière, Place J. Mansart 21-22
 7100 La Louvière / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence de La Louvière : Tél: +32 64 43 34 40
 Welcome Desk : 0800/255 11

- **Judi 19 mars 2015 : Conférence**
Le portefeuille modèle de Leleux Associated Brokers
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Hôtel Mercure, Rue des Fusilés, 12 - 7020 Nimy / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, Analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence de Soignies : Tél: +32 67 28 18 15/16/17
 Agence de Mons : Tél: +32 65 56 06 60
 Welcome Desk : 0800/255 11

- **Judi 23 avril 2015 : Conférence**
Planification successorale : Donner, c'est donné ... ?
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Spiroudôme de Charleroi, Rue des Olympiades, 2
 6000 Charleroi / 19h
 Orateur : Monsieur Christian Gilson, chargé de clientèle
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : Agence de Charleroi : Tél: +32 71 91 90 70
 Welcome Desk : 0800/255 11

	Siège Social	
BRUXELLES	Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
	Siège Administratif	
SOIGNIES	Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
	Agences	
AALST	Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN – BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
– DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
– LINKEROEVER	Thonetlaan, 82	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSET	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

Internet: <http://www.leleux.be>
E-Mail: webmaster@leleux.be

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier.

Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.

Responsable de la rédaction :
Olivier Leleux
 Date de rédaction :
30 janvier 2015