

Edito

Ce sera probablement la dernière fois que nous aborderons dans ces colonnes le délicat sujet des titres au porteur. Dans moins de quatre semaines, la Loi de dématérialisation entrera dans sa phase finale avec la suppression définitive de ceux-ci.

En pratique, les détenteurs de titres au porteur disposent encore de quelques jours pour déposer leurs titres papiers auprès de leurs institutions financières. Chez Leleux Associated Brokers, vous pourrez ainsi déposer vos derniers titres papiers et vos coupons échus jusqu'au lundi 23 décembre en fin de journée. A partir de ce moment, il ne vous sera plus possible de déposer vos titres sur votre dossier titres.

Pour les investisseurs qui n'auraient pas déposé leurs titres au porteur, un véritable parcours du combattant débutera alors s'ils souhaitent récupérer la valeur de leurs titres. En effet, au premier janvier 2014, les titres papiers non déposés seront automatiquement convertis en titres nominatifs au nom de l'émetteur des titres. L'émetteur procèdera ensuite, début d'année 2015, à la vente de ces titres sur les marchés avant de déposer les fonds ainsi perçus auprès de la Caisse des Dépôts et des Consignations. Ce n'est alors qu'au premier janvier 2016 que les investisseurs pourront se rendre à la Caisse des Dépôts et des Consignations pour récupérer le produit de la vente, moins une amende de 10%, et ce sur présentation du titre au porteur et d'une preuve nominative de son achat.

Pour les coupons échus non déposés à l'encaissement, ceux-ci perdront définitivement leur valeur le 1^{er} janvier prochain. Et pour les coupons encore attachés aux titres au porteur, ceux-ci seront également déclarés sans valeur.

De même, tous les autres droits afférents aux titres au porteur (droits de vote, etc ...) seront suspendus jusqu'au 1^{er} janvier 2016. Et en cas de vol ou de perte de ces titres papiers après le 1^{er} janvier 2014, il ne sera plus possible de frapper ces titres d'opposition.

A la lumière de ces lignes, force est de constater que le détenteur de titres au porteur sera bien avisé de déposer dans les jours qui viennent, et au plus tard avant le 23 décembre, les titres au porteur qu'il détient encore, et ce que les titres soient cotés ou non cotés.

Tous nos chargés de clientèle, répartis au sein de nos 30 agences, sont dès à présent à votre disposition pour répondre aux questions qui subsisteraient encore sur cette thématique et pour effectuer le dépôt de vos derniers titres au porteur sur votre dossier titres, et ce gratuitement. N'hésitez pas à faire appel à leur expertise et à leur savoir-faire.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi, au nom du Conseil d'administration et de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, de vous présenter nos meilleurs vœux de Santé, de Bonheur et de Prospérité pour 2014.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse de ORANGE	6
	Analyse de SOLVAY	7
	Analyse de THYSSENKRUPP	8
	Analyse de UCB	9
	Gestion de Portefeuilles	10
	Leleux Invest	
	Equities World FOF	11
	Agenda	12

Olivier Leleux
Administrateur
Exécutif



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

396,55 +1,2%⁽¹⁾
+15,7%⁽²⁾

BEL 20 (Belgique)

2.870,89 -1,2%⁽¹⁾
+16,0%⁽²⁾

CAC 40 (France)

4.295,21 -0,1%⁽¹⁾
+18,0%⁽²⁾

DAX (Allemagne)

9.405,30 +4,1%⁽¹⁾
+23,6%⁽²⁾

FTSE (G-B)

6.650,57 -1,2%⁽¹⁾
+12,8%⁽²⁾

SMI (Suisse)

8.264,20 +0,4%⁽¹⁾
+21,1%⁽²⁾

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.901,39 +0,8%⁽¹⁾
+12,6%⁽²⁾

DJIA (USA)

16.086,41 +3,5%⁽¹⁾
+22,8%⁽²⁾

NASDAQ (USA)

4.059,89 +3,6%⁽¹⁾
+34,5%⁽²⁾

TS 300 (Canada)

13.395,40 +0,3%⁽¹⁾
+7,7%⁽²⁾

NIKKEI (Japon)

15.661,87 +9,3%⁽¹⁾
+50,7%⁽²⁾

MSCI World

1.628,42 +1,6%⁽¹⁾
+21,7%⁽²⁾

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2012

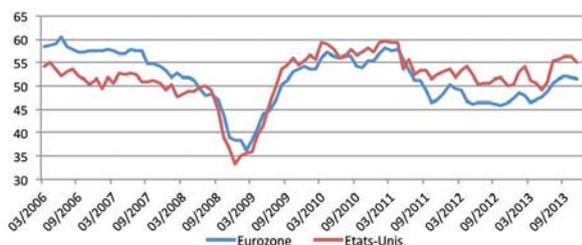


Selon l'étude sur les perspectives économiques publiées en novembre par l'OCDE, l'activité mondiale et les échanges internationaux devraient se renforcer progressivement en 2014 et 2015, mais la reprise restera probablement modérée.

Cette accélération modeste s'explique par les retombées de l'amélioration antérieure des conditions financières, le soutien continu apporté à l'activité par des politiques monétaires accommodantes et la réduction de l'effet de freinage exercé par l'assainissement budgétaire. Néanmoins, le chômage devrait demeurer obstinément élevé dans plusieurs pays de l'OCDE.

Le secteur manufacturier de la zone euro enregistre en novembre sa plus forte croissance depuis deux ans et demi (voir graphique), le taux d'expansion ne reste toutefois que modéré.

Sentiment directeurs d'achat Secteur Manufacturier



Dans les grandes économies des marchés émergents, le durcissement des conditions financières intervenu il y a peu suite à des contraintes du côté de l'offre, à certaines interventions récentes des pouvoirs publics et aux anticipations relatives à la politique monétaire des États-Unis freinent la croissance, qui devrait rester peu dynamique par rapport à l'expérience passée.

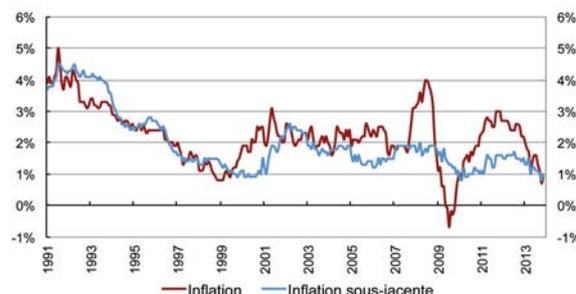
Il est vraisemblable que le ralentissement de la croissance dans les économies des pays émergents pèsera légèrement sur l'activité dans les économies avancées, les États-Unis demeurant toutefois relativement à l'abri de ces effets de retombée.

Le renforcement de la reprise aux États-Unis devrait progressivement réduire le chômage et résorber le volant de ressources inutilisées dans l'économie, l'inflation se rapprochant de l'objectif, tandis que, dans la zone euro, la reprise atone de l'activité n'entamera guère les taux élevés de chômage et l'important sous-emploi des ressources maintiendra l'inflation à un très bas niveau. Au Japon, l'inflation de base devrait devenir positive, mais rester nettement en deçà de l'objectif visé si l'on fait abstraction des effets de la fiscalité indirecte.

La politique monétaire doit conserver une orientation très accommodante, surtout dans la zone euro, où les risques de déflation s'accroissent (voir graphique), et au Japon, où les achats d'actifs devraient se poursuivre comme prévu. Aux États-Unis, si, conformément aux projections, le chômage continue à refluer et l'inflation à se renforcer, les

achats d'actifs devraient ralentir en 2014 et le relèvement des taux d'intérêt pourrait débuter en 2015.

Inflation zone euro



Le ralentissement prévu de l'effort d'assainissement budgétaire aux États-Unis et dans la zone euro est justifié, compte tenu de l'état des finances publiques et des perspectives économiques. Un durcissement marqué de l'orientation budgétaire au Japon est nécessaire pour ralentir l'accumulation de l'endettement public et, à terme, réduire cet endettement.

Des réformes structurelles sont impératives pour sortir de la crise, notamment au Japon, dans la zone euro et dans de nombreuses économies de marché émergentes, pour susciter une amélioration des perspectives de croissance, affermir la dynamique de la dette et faciliter un rééquilibrage au niveau mondial et dans la zone euro.

Les importants risques de dégradation présents de longue date perdurent et de nouveaux motifs de préoccupation se font jour. À court terme, si le plafond de la dette devenait contraignant aux États-Unis au début de 2014, on pourrait s'attendre à d'amples conséquences négatives sur la stabilité et la croissance de l'économie mondiale. Pour prévenir le risque que ces effets perturbateurs ne pèsent sur la confiance et l'investissement, le plafond d'endettement nominal prévu par la loi devrait être supprimé.

Les turbulences qui ont suivi les débats portant sur la limitation d'achats d'actifs par la banque centrale menée aux États-Unis vers le milieu de l'année ont montré à quel point certaines économies de marché émergentes étaient sensibles à la politique monétaire américaine. De nouvelles turbulences risquent de se produire lorsque cette sortie se produira effectivement lorsqu'elle deviendra nécessaire, avec des effets de rétroaction négatifs sur les économies avancées.

Dans la zone euro, la fragilité persistante des bilans bancaires, l'état précaire des finances publiques et la situation politique incertaine qui prévaut dans certains pays vulnérables pourraient déstabiliser les marchés de capitaux. Pour prévenir une telle situation, il faut accélérer la mise en place d'une union bancaire à part entière et mettre en évidence de manière crédible les faiblesses des bilans bancaires lors des prochains tests de résistance et de l'évaluation à venir de la qualité des actifs des banques de la zone euro, de façon à y remédier rapidement.



Europe

Les Bourses européennes ont fait un peu de surplace ces dernières semaines. Une stagnation qui s'explique difficilement au vu des bonnes nouvelles économiques qui nous sont parvenues d'Allemagne : dans le pays le plus important de la zone euro, la confiance des entrepreneurs (exprimée par l'indice IFO) a enregistré une nouvelle hausse. Et cela laisse présager une intensification des investissements des entreprises en Allemagne. Mais même cette information n'a pas engendré de hausse significative des Bourses européennes. Les analystes se sont dès lors empressés d'invoquer la forte hausse des Bourses depuis l'été, au terme de laquelle une pause est somme toute logique. Nous communiquerons encore qu'à peu près la moitié des entreprises ont surpassé les prévisions en matière de bénéfices durant la saison des résultats écoulée.

EURO STOXX 50



États-Unis

Le tableau est très différent aux États-Unis, où les Bourses volent de record en record. Les investisseurs continuent à se baser sur les informations en provenance de la banque centrale. La banque centrale américaine (Réserve fédérale) maintient sa politique d'argent bon marché et ne semble pas pressée d'appuyer sur la pédale de frein. La masse de liquidités injectées chaque mois dans le système économique-financier est une des principales explications des bonnes performances de Wall Street. Même des indicateurs économiques décevants ne parviennent pas à gâcher la fête, car les marchés interprètent ces mauvaises nouvelles comme de bonnes nouvelles : chaque contretemps dissuade en effet la Réserve fédérale d'abandonner sa politique monétaire souple et l'encourage au contraire à maintenir grandes ouvertes les vannes monétaires, ce qui est favorable aux investisseurs en actions.

S&P 500



Pays émergents

Dans le sillage des Bourses occidentales, les Bourses de pays émergents ont également enregistré une bonne performance. Une fois de plus, les bonnes nouvelles économiques en provenance de Chine ont été le principal moteur de ces marchés. En Chine aussi, on signale une nouvelle hausse de la confiance des producteurs. Et cela renforce de nombreux analystes dans leur conviction que la croissance restera à niveau, une augmentation de la confiance des producteurs étant interprétée comme un signal que les entrepreneurs vont continuer à investir dans de nouveaux projets économiques.

HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,20%	12/12
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	-	0,12%	17/12
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	54,0	17/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,10%	17/12
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	106,3	18/12
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,25%	18/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	20/12
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-4,30	23/12
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,10%	24/12
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-1,00%	27/12



USD/EUR (USA)

0,74 -0,1%⁽¹⁾
-2,9%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,20 +2,0%⁽¹⁾
-2,2%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,72 -4,0%⁽¹⁾
-17,8%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,12 -3,1%⁽¹⁾
-11,8%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,41 +0,0%⁽¹⁾
+0,1%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,81 +0,0%⁽¹⁾
-1,9%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,67 -3,7%⁽¹⁾
-14,9%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,69 -1,8%⁽¹⁾
-9,3%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,65 -5,9%⁽¹⁾
-8,5%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,24 -0,5%⁽¹⁾
-2,9%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,33 -2,0%⁽¹⁾
-3,4%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 -1,1%⁽¹⁾
-3,6%⁽²⁾

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

USD/EUR

Le dollar a encore perdu du terrain face à l'euro au cours des premières semaines de novembre. Mais la fin du mois a été marquée par un brusque rebond du billet vert. La baisse inattendue des taux décidée par la Banque centrale européenne n'y est certainement pas étrangère. Les investisseurs en devises ont acheté des dollars parce que cette information souligne le plus grand potentiel des États-Unis.



GBP/EUR

Nous avons assisté au même phénomène dans le rapport de change entre la GBP et l'euro : la livre a rebondi fin novembre parce que la baisse des taux de la BCE a été vue comme un nouveau signe de fragilité de la croissance économique dans la zone euro.



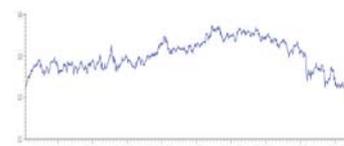
CHF/EUR

Nous ne pouvons que répéter notre commentaire précédent : "Le CHF est resté relativement stable vis-à-vis de l'euro. Le cours fluctue depuis un temps autour de 0,81 euro pour 1 CHF. À présent que la crainte d'une implosion de la zone euro a presque totalement disparu, la volatilité est en net recul".



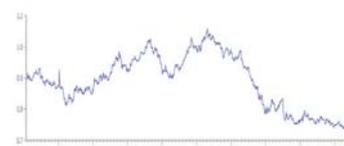
NOK/EUR

La NOK n'a pas profité de la faiblesse affichée par l'euro face à la GBP et à l'USD. Sans doute les fluctuations du cours du pétrole continuent-elles à peser sur ce cours de change : le baril a cédé plusieurs pour cent le mois dernier, et ce n'est pas une bonne nouvelle pour la NOK.



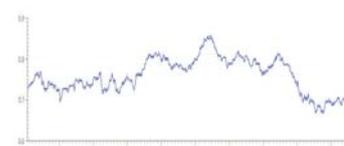
JPY/EUR

Le JPY reste la monnaie la plus faible sur les marchés de changes internationaux. La politique monétaire très expansionniste de la banque centrale japonaise pèse sur le cours du yen.



AUD/EUR

L'AUD ne semble pas pouvoir poursuivre sa marche en avant des derniers mois. Sans doute est-il pénalisé par le recul des cours internationaux des matières premières. Tout comme la Norvège, l'Australie dépend énormément des revenus des matières premières dont la baisse de cours rend nerveux les négociants en devises.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



La publication du chiffre de l'inflation en zone euro en octobre fut une grosse surprise avec une baisse de 0,4 points à 0,7% sur un an. Le débat sur la déflation a refait les unes des journaux et le spectre du Japon a été sorti du placard. Toutefois, il faut rappeler que sur les 1,8 points de repli de l'inflation en un an, 0,8 points viennent de la baisse des prix de l'énergie. Pour une zone importatrice nette d'énergie, ce genre d'évolution est plutôt bénéfique. L'inflation sous-jacente a aussi baissé mais cela n'a rien de surprenant alors que la zone euro vient tout juste de sortir de récession. Le différentiel d'inflation entre cœur et périphérie, traditionnellement négatif, est en train de s'inverser, c'est la suite logique des réformes structurelles lancées dans les pays du sud pour restaurer leur compétitivité.

La **Banque Centrale Européenne** (BCE) a surpris les attentes générales en réduisant début novembre le taux de refinancement de 25 points de base à 0,25%. C'est le timing qui a été une surprise, non la décision elle-même. Le marché attendait plutôt une baisse des taux en décembre, préparée lors de la réunion de novembre. Mais sur le fond, les raisons ne manquent pas pour justifier un assouplissement monétaire. L'inflation évolue très en-dessous de la cible. La sortie de récession est hésitante. La fragmentation financière reste forte. L'euro est incontestablement élevé. Faisant d'une pierre trois coups, la BCE fait taire les critiques de son immobilisme, renforce la crédibilité de son action et s'achète une

petite assurance pour la reprise de la zone euro.

Les chiffres de novembre ont dû rassurer les membres les plus pessimistes de la BCE : l'inflation a rebondi de 0,7% à 0,9% sur un an et le climat des affaires est repassé en territoire de croissance positive. Si une baisse des taux est encore techniquement possible, il serait exclu que la BCE grille sa dernière cartouche si rapidement. Les marchés vont focaliser leur attention sur les deux points suivants lors de la prochaine réunion de la BCE. 1) le staff de la BCE publiera ses nouvelles prévisions macroéconomiques. Elles seront particulièrement scrutées en termes d'inflation. Le président de la BCE, Mario Draghi, a déjà averti que la BCE "s'attendait à connaître une période prolongée de faible inflation". Ce qu'il entendait précisément sera clarifié. L'inflation moyenne prévue sur 2014 et 2015 par le marché est de 1,2% par an, ce qui serait un record de faiblesse. 2) L'autre sujet est la réduction de l'excédent de liquidité dans le système interbancaire et la remontée des taux courts. Une action de la BCE sur ce point n'est pas forcément imminente mais, après des rumeurs de presse récentes, des clarifications pourraient être données sur les possibilités de nouveaux LTRO.

Le royaume de Belgique a annoncé l'émission de deux nouveaux bons d'Etat, le premier à 5 ans payant un intérêt brut de 1% et le second à 8 ans, payant un intérêt brut de 1,90%.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

0,2340% +0,40 (1) ↑
+5,40 (2) ↑

EUR (10 ans)

1,6930% +1,90 (1) ↑
+37,70 (2) ↑

USD (3 mois)

0,1700% -1,00 (1) ↓
-4,00 (2) ↓

USD (10 ans)

2,7445% +19,03 (1) ↑
+98,71 (2) ↑

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	K+S AG	3,125%	06.12.2018	100,15%	3,09%	BBB-	XS0997941199	1.000
EUR	K+S AG	4,125%	06.12.2021	100,04%	4,12%	BBB-	XS0997941355	1.000
GBP	Nestle	1,625%	11.12.2017	99,75%	1,69%	AA+	XS1002800602	1.000
USD	Johnson & Johnson	1,650%	05.12.2018	99,81%	1,69%	AAA	US478160BG88	2.000
CAD	Telus Corp	3,600%	26.01.2021	100,14%	3,58%	BBB+	CA87971MAT05	1.000
TRY	EIB	9,250%	20.07.2018	101,87%	8,72%	AAA	XS0648456167	1.000
BRL	KFW	6,000%	15.03.2016	92,77%	9,66%	AAA	XS0875150871	5.000



ORANGE (ISIN FR0000133308 - 9,53 EUR)

Profil

Orange (ex France Télécom) est le 1^{er} opérateur de télécommunications français. Le CA (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit : prestations de services de télécommunication aux particuliers (81,2%) ; prestations de services de télécommunications aux entreprises (15,3%) ; prestations de services aux opérateurs télécoms internationaux (3,5%).

Résultats et perspectives

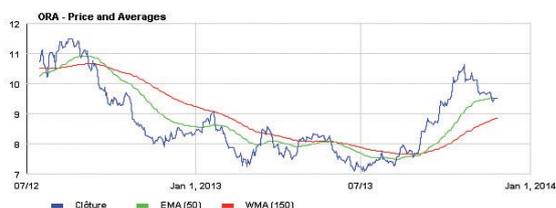
Le chiffre d'affaires consolidé s'élève à 10.162 milliards d'euros au 3^{ème} trimestre 2013, soit une baisse de -4,0% à base comparable (l'évolution hors régulation s'établit à -2,4% au 3^{ème} trimestre). Le taux d'EBITDA (EBITDA/CA) retraité s'établit à 33,1%, soit un recul limité de 1,0 point. Sur le trimestre, les coûts directs sont en baisse de -4,2% et les coûts indirects de -1,5%. Le cash-flow opérationnel (c'est-à-dire l'EBITDA retraité moins les dépenses d'investissement), s'élève à 6.034 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de l'année 2013, soit 86% de l'objectif annuel (le groupe est donc en avance sur ces objectifs).

Analyse fondamentale

Cours :	9,53 EUR
Valeur comptable :	9,81 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	0,97
Ratio Cours/Bénéfice :	9,60
Rendement brut du dividende :	7,51%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	122,57%

Prochains résultats : 6 mars 2014 / 4^{ème} trimestre 2013

Analyse technique



Notre opinion

Un sentiment plus positif sur le secteur

En Europe, le secteur des télécoms a bénéficié au cours de ces quatre derniers mois de 2 catalyseurs positifs : tout d'abord, un début de consolidation dans le secteur avec pour exemple Telefonica et E-Plus, Vodafone avec Kabel Deutschland, et Bouygues avec SFR (pour une mutualisation de leurs réseaux), puis de l'arrivée de nouveaux investisseurs institutionnels (notamment américains) qui profitent des faibles valorisations affichées sur le Vieux Continent.

Tout comme ses principaux concurrents français (Bouygues Télécom et SFR, la filiale de Vivendi), l'opérateur Orange a subi de plein fouet l'arrivée en 2012 de l'opérateur Free (filiale d'Iliad), qui a entraîné dans son sillage une forte pression sur les prix, le tout dans un marché déjà mature.

Pour faire face à cette concurrence et pour conquérir de nouvelles parts de marché, le groupe Orange compte bien profiter du déploiement en cours du très haut débit (la 4G), pour pouvoir faire passer une augmentation de ses prix (environ 5 à 10 EUR plus chers que la 3G). L'arrivée de la 4G ainsi que les très nombreuses réductions de coûts et le maintien du dividende (7% brut) pourraient bien continuer à soutenir le cours de bourse.

Quelques chiffres encourageants

Malgré une nouvelle baisse de ses résultats au troisième trimestre (baisse de 7% de l'EBITDA), l'opérateur télécom a maintenu ses objectifs pour 2013 : versement d'un dividende minimum de 0,80 EUR, cash-flow opérationnel > à 7 milliards d'euros et un ratio dette nette/EBITDA de 2,2x pour 2013 et 2x pour 2014.

En France (50% du CA), Orange a enregistré « sa meilleure performance depuis 3 ans sur les forfaits mobiles » grâce aux offres Open et Origiani, et à la croissance soutenue des offres en ligne Sosh. En Espagne et en Pologne (36% du CA à eux deux), la base clients mobile affiche également une nette progression. Mais malgré ces bons résultats, l'indicateur ARPU (chiffre d'affaires par client, un indicateur très utilisé pour suivre le secteur des télécoms) est en repli 12% sur un an, cependant il devrait limiter sa baisse en 2014 (entre -5/-7%).

Au niveau de la dette, l'opérateur a confirmé la cession en fin d'année de ses activités en République dominicaine, quant au versement du dividende pour 2014 il n'est pas menacé au regard de la génération du cash-flow opérationnel et du niveau du payout ratio (72%).

Très faible valorisation

Le titre se négocie actuellement avec une décote de 47% par rapport aux autres sociétés comparables, et une sous-évaluation de 11% au regard des modèles de valorisation. L'amélioration de la situation bilanciale (cession d'actifs et diminution des coûts) ainsi que le rendement brut de 7% autorisent un minimum de sérénité pour l'investisseur. Renforcez dans la zone des 8/10 EUR.

Analyse fondamentale

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



■ SOLVAY (ISIN BE0003470755 - 113,80 EUR)

■ Profil

Solvay est un groupe chimique international engagé dans le développement durable et focalisé sur l'innovation et l'excellence opérationnelle. Le groupe réalise plus de 90% de ses ventes sur des marchés où il figure parmi les trois premiers mondiaux. Solvay propose une large gamme de produits qui contribuent à améliorer la qualité de vie et la performance de ses clients sur des marchés tels que les biens de consommation, la construction, l'automobile, l'énergie, l'eau et l'environnement ainsi que l'électronique.

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires ressort à 2.458 M€, en recul de 8% par rapport au T3 2012, avec des volumes stables, des prix en baisse de 4%, des effets de change négatifs de 5%, et un effet périmètre de 1%. Le REBITDA à 439 M€, est en baisse de 13% (mais la base de comparaison était élevée au T3 2012), mais en hausse de 2% en excluant les impacts exceptionnels du guar (47 M€) et des Crédits d'Emission Certifiés (30 M€).

■ Analyse fondamentale

Cours :	113,80 EUR
Valeur comptable :	80,65 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,41
Ratio Cours/Bénéfice :	14,23
Rendement brut du dividende :	2,92%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	18,30%

Prochains résultats : 26 février 2014 / 4^{ème} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Acquisition sur le territoire américain

La récente acquisition de l'américain Chemlogics va permettre à Solvay de pouvoir diversifier son portefeuille d'activité. Comme mentionné dans notre analyse technique du 7 octobre dernier, "le groupe chimique belge souhaite se défaire de ses activités très cycliques" (exemple avec la création de la JV avec Ineos dans les activités PVC, avec une clause prévoyant la sortie d'ici quatre ou six ans) et se concentrer davantage sur la chimie de spécialité où les marges sont plus élevées.

Cette acquisition d'1 milliard d'euros (près de 10x l'EBITDA du groupe américain) ne remet pas en cause la solidité du bilan comptable de Solvay (financement par trésorerie et emprunt obligataire hybride) mais contribuera par contre à une légère amélioration du bénéfice par action dès 2014 (grâce notamment aux nombreuses synergies). L'entreprise Chemlogics offre des solutions chimiques au secteur (à fort potentiel) du marché gazier et pétrolier US (environ 6% de part de marché), mais attention toutefois, car ce marché reste extrêmement compétitif.

La branche "Consumer Chemicals" pénalise fortement les résultats du T3

Le chimiste belge a publié des résultats en baisse pour le 3^{ème} trimestre. La sortie de l'activité Vinylique (activité PVC) ainsi que les mauvaises performances dans la branche Consumer Chemicals ont entraîné une révision à la baisse des objectifs annuels : -3% sur l'objectif de REBITDA et -13% par rapport à 2012.

Les performances contrastées des principales branches d'activité du groupe Solvay ont entraîné une chute de 13% du résultat d'exploitation. Dans l'ensemble, les volumes sont restés stables, mais la volatilité importante sur le prix du guar (une gomme très utilisée dans l'industrie agro-alimentaire) ainsi que les effets de change défavorables (qui amputent de 5 points la croissance) sont les principaux responsables du recul des résultats.

A l'exception de la division *Consumer Chemicals* qui s'effondre de 52% (et -32% sur les 9 premiers mois), les autres activités enregistrent une progression de leur résultat d'exploitation récurrent (REBITDA) : *Advanced Materials* (+1%), *Performance Chemicals* (+3%) et *Functional Polymers* (+9%). On soulignera cependant, que le contexte déflationniste sur les prix (-4%) a entraîné un recul du chiffre d'affaires pour chacune des activités.

Pour les deux prochains trimestres, la division *Consumer Chemicals* devrait continuer à subir la volatilité importante des prix du guar et la baisse des volumes. Mais à l'exception du guar, les autres activités restent bien orientées.

Renforcez dans la zone des 100 EUR.

Dans les prochains mois, le chimiste anticipe un redressement progressif de la demande en Europe (près de 40% de son CA). A court terme, la situation reste encore fragile (notamment dans la branche *Consumer Chemicals*) mais le bilan comptable reste sain et la valorisation attractive.

Renforcez vers les 100/110 EUR pour obtenir une marge de sécurité.



■ THYSSENKRUPP (ISIN DE0007500001 - 18,85 EUR)

■ Profil

ThyssenKrupp est un groupe industriel organisé autour de 5 familles de produits et services : "Services" (31,1% du CA) : services de maintenance, de réparation, d'assistance technique, d'échafaudage, de logistique, d'approvisionnement, etc. ; "Equipements industriels" (26,2%) : machines et outils de découpe du métal, systèmes de production de carrosseries, trains d'atterrissage, équipements automobiles, etc. ; "Aciers plats au carbone" (26%) ; "Elévateurs" (13,5%) : notamment ascenseurs, escaliers mécaniques et ponts aériens ; autres (3,2%). La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (30,6%), Europe (29,4%), Amériques (26%), Asie-Pacifique (12,1%) et autres (1,9%).

■ Résultats et perspectives

Le sidérurgiste allemand a dégagé une perte nette de 298 millions d'euros sur les 9 premiers mois de l'année, contre un bénéfice de 267 millions d'euros un an plus tôt : les éléments exceptionnels ont pesé très lourds dans les résultats (provision pour dépréciation de 683 millions d'euros sur la branche Acier Amériques). La vente de deux usines de la branche Aciers Amériques est en cours de négociation (une opération complexe) mais qui devrait "être bouclée rapidement". L'EBIT (résultat d'exploitation) hors éléments exceptionnels s'élève à 802 millions d'euros contre 1,1 milliard d'euros l'année précédente. La direction a confirmé que "le groupe était bien parti pour atteindre ses objectifs annuels".

Pour fin 2013, le ratio dette nette sur capitaux propres (Gearing) devrait atteindre les 119%. Les mesures mises en place (plan de restructuration) devraient permettre à ce niveau d'endettement de diminuer durant les 2 prochaines années (100% en 2014 puis 85% en 2015).

■ Analyse fondamentale

Cours :	18,85 EUR
Valeur comptable :	5,58 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	3,38
Ratio Cours/Bénéfice :	92,86
Rendement brut du dividende :	0,89%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	137,62%

Prochains résultats : 14 février 2014 / 4^{ème} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Forte corrélation du titre avec le prix de l'acier

Après la Banque centrale américaine (Fed) et celle du Japon (BoJ), la Banque centrale européenne (BCE) pourrait bien annoncer jeudi prochain de nouvelles mesures d'assouplissement du crédit. Par le passé, ces politiques monétaires "non conventionnelles" ont toujours profité aux valeurs cycliques.

Tout comme bien d'autres sociétés cycliques (Umicore, ArcelorMittal, etc.), le cours de bourse de ThyssenKrupp est très étroitement lié aux variations de prix des matières premières. Ci-dessous, l'évolution du titre ThyssenKrupp et du prix de l'acier sur ces 5 dernières années : le rebond des cours de l'acier depuis la fin de l'été dernier (lié à des indicateurs économiques plus favorables) a permis à l'action ThyssenKrupp de reprendre de la hauteur.

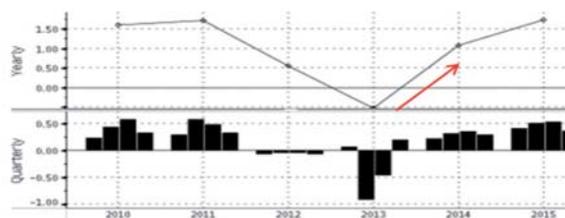


Des anticipations revues à la hausse pour 2014

Ces dernières années, le sidérurgiste allemand a longuement souffert de la crise économique et des coûts exceptionnels liés à la restructuration de certaines activités. Ces difficultés s'expliquent tout d'abord par la faiblesse de son activité Acier sur le marché européen (en raison de la crise en zone euro qui a affecté les constructeurs automobiles), ainsi que des pertes accumulées dans ses usines d'acier américaines.

Pour remédier à cette situation, ThyssenKrupp s'est lancé dans un vaste plan de restructuration en 2012, visant à réduire drastiquement ses coûts afin que son bénéfice reprenne de la hauteur. Le plan mis en place vise une économie de 2 milliards d'euros d'ici l'exercice 2014/2015 (près de 410 millions ont déjà été réalisés sur les 9 premiers mois de l'année). Cette restructuration (cession des actifs les moins rentables ainsi qu'optimisation des flux de production) va principalement bénéficier à l'activité Acier en Europe qui devrait afficher l'année prochaine un rebond de son résultat d'exploitation (EBITDA).

Les anticipations des analystes sur le bénéfice par action sont très favorables pour l'année 2014 : celui-ci devrait ainsi passer d'une perte de 0,53 EUR en 2013, à un gain de 1,08 EUR en 2014 (puis de 1,73 EUR en 2015). Dans ce scénario, il est fort probable que l'action ait atteint son point bas.





■ UCB (ISIN BE0003739530 - 49,33 EUR)

■ Profil

UCB est une société biopharmaceutique qui se consacre à la recherche et au développement de médicaments innovants liés aux troubles du système nerveux central et de l'immunologie. Le CA par activité se répartit comme suit : vente de produits bio-pharmaceutiques (88,7%) : destinés au traitement des troubles du système nerveux central (45% du CA ; épilepsie, hyperactivité, troubles cognitifs, etc.), des troubles immunitaires et des allergies (27%) et autres (28%) ; vente de licences (4,8%) ; autres (6,5%).

■ Résultats et perspectives

Le chiffre d'affaires total sur les trois premiers trimestres 2013 a atteint 2.499 millions d'euros (-3%, ou +1% à taux de change constants), sous l'effet de la croissance à deux chiffres des ventes de Cimzia, Vimpat et Neupro dont le cumul net s'est hissé à 847 millions d'euros (+27%, ou +31% à taux de change constants) et a compensé le recul des ventes de Keppra de 18% à 532 millions d'euros. Le chiffre d'affaires total a également souffert des fluctuations des taux de change.

■ Analyse fondamentale

Cours :	49,33 EUR
Valeur comptable :	26,55 EUR
Ratio Cours/Valeur Comptable :	1,86
Ratio Cours/Bénéfice :	22,02
Rendement brut du dividende :	2,21%
Ratio Dette Nette/Fonds Propres :	47,08%

Prochains résultats : 26 février 2014 / 4^{ème} trimestre 2013

■ Analyse technique



■ Notre opinion

Croissance à deux chiffres des trois produits phares

UCB (Union Chimique Belge) est spécialisée dans la recherche de solutions thérapeutiques dans les domaines des maladies du système nerveux central et de l'immunologie (système immunitaire).

La société est présente dans environ 40 pays, avec une part des ventes de 40%, les États-Unis représentent le principal marché pour UCB, suivi de très près par l'Europe, avec 39 %, puis des pays émergents avec 11 %. Le produit le plus vendu par UCB reste actuellement le Keppra (pour traiter l'épilepsie),

mais l'expiration du droit d'exclusivité aux USA et en Europe a entraîné une diminution importante des ventes (malgré la croissance soutenue au Japon et dans les pays émergents). Cependant, la croissance à deux chiffres des trois produits phares d'UCB - Cimzia (maladie de Crohn et polyarthrite rhumatoïde), Vimpat (antiépileptique) et Neupro (maladie de Parkinson et du syndrome des jambes sans repos) - ont compensé le recul des ventes de Keppra.

Potentiel commercial des nouveaux produits

Pour bien appréhender le dossier UCB, il faut avoir à l'esprit que la moitié des ventes de médicaments provenaient de 3 produits matures (dont le Keppra) au début de l'année 2011. Etant conscient de la fin de l'exclusivité de ses produits matures (en raison de la concurrence des génériques et des extinctions des brevets), UCB avait mis en place de nouveaux produits (Vimpat, Cimzia et Neupro).

Il y a 3 ans, ces nouveaux médicaments représentaient seulement 10% des revenus, aujourd'hui leur part dans le CA a plus que triplé (34% des ventes sur les 9 premiers mois de l'année, soit 8 points de croissance en plus qu'en 2012 sur la même période). Certes, la pleine puissance commerciale des nouveaux médicaments est plutôt attendue pour 2015/2016, mais le potentiel commercial des nouveaux produits positionne très bien UCB dans le secteur de la santé surtout que ses produits phares courent au moins jusqu'en 2020, il n'y a donc pas de risque d'expiration de licences avant cette date.

Sur les marchés émergents, UCB devraient continuer à enregistrer une croissance soutenue étant donné que les ventes sont essentiellement réalisées à travers ses anciens produits et que les nouveaux médicaments commencent tout juste à être lancés sur ces marchés.

Pour être bien servi, il faut savoir attendre

UCB a clairement réussi à remplacer les ventes de Keppra avec de nouveaux produits, et ce succès semble déjà être pris en compte dans le cours de l'action. En effet, la valeur intrinsèque (tirée des modèles de valorisation) renvoie un cours de 51 EUR, soit 5% de potentiel par rapport au cours actuel.

Pour autant, le potentiel commercial des nouveaux produits ainsi qu'à la diminution de moins en moins marquée des ventes de Keppra auront un impact positif sur les prochains résultats. Renforcez dans la zone des 40/45 EUR.

Gestion de portefeuilles

Thomas Stul
Gestionnaire de portefeuille



La principale question posée aux marchés financiers en novembre porte sur l'impact possible d'une débâcle américaine en matière budgétaire et d'endettement, vu notamment le report de publication de données économiques. Des estimations de Standard&Poor's indiquent un coût de 24 milliards USD pour les États-Unis, soit entre 0,3% et 0,6% de la croissance du PIB. Il est acquis que ce feuilleton aura d'autres épisodes dans les trois prochains mois. En dépit de cette source d'incertitude différée, les performances boursières ont majoritairement été positives en novembre, avec en tête les Bourses américaines qui ont atteint de nouveaux records (à la fois pour l'indice S&P500 et le Dow Jones Industrial Average). L'Europe a connu un relatif statu quo, alors que les marchés émergents ont cédé un peu moins de 2%. La volatilité est redescendue à des niveaux très bas (indices VIX et VSTOXX).

Vu les niveaux records actuels des Bourses américaines, on peut estimer que le consensus voit la Fed différer la réduction de ses rachats d'obligations au premier semestre 2014, compte tenu de la fragilité de l'économie américaine. Ce qui précède (c.-à-d. la poursuite des injections de liquidités), combiné à des signes de croissance plutôt neutre, devrait donner lieu à de nouvelles performances boursières positives durant la fin de l'année. Vu le retard des marchés d'actions européens sur leurs pendants américains et leur valorisation raisonnable par rapport au marché obligataire, sans compter le consensus du marché en faveur d'une augmentation rapide des bénéfices des entreprises européennes, nous avons procédé à une augmentation du poids des actions européennes dans le cadre de la gestion discrétionnaire. Concrètement, une position a été acquise dans le tracker Amundi ETF MSCI Europe Ex EMU, afin de miser sur la zone Europe hors UEM (Union économique et monétaire). D'un point de vue géographique, l'ETF est concentré sur cinq pays : 58% au Royaume-Uni, 25% en Suisse et 9% en Suède. Les principales positions individuelles sont Nestlé, Roche, Novartis, Vodafone, BP et British American Tobacco. Pour résumer : une surpondération dans les secteurs défensifs (biens de consommation durable, soins de santé), couplée à une exposition à la livre britannique et au franc suisse.

Cette position a principalement pour objet de miser sur un redressement du cours de change GBP/EUR, associé à une stabilité de la monnaie suisse. De plus, le principal marché d'actions britanniques enregistre depuis le début de l'année une performance relative négative (en EUR) de 5,85% par rapport au large indice Stoxx Europe 600. Les deux principales régions de l'ETF (83% de l'ETF) connaissent actuellement une croissance économique de 1,50% pour le Royaume-Uni et de 1,90% pour la Suisse. À titre de comparaison : la croissance du PIB de la zone euro s'établit à -0,40% (YoY). En outre, les cinq pays sélectionnés enregistrent un taux de chômage inférieur (6,25%, après pondération géographique) à la zone euro (12,20%) et possèdent l'avantage d'avoir une banque centrale propre, ce qui leur permet de mieux réagir aux besoins de l'économie. On recense également quelques différences non négligeables sur le plan fondamental. Ainsi, les actions britanniques s'échangent moyennant une décote de 22% par rapport à la Bourse européenne générale, alors que le rendement de dividende est plus élevé et que les entreprises sont moins endettées. Le graphique ci-dessous, qui montre l'évolution du ratio EV/EBITDA (c.-à-d. une alternative au rapport cours/bénéfices), illustre l'opportunité présentée par le marché britannique et l'augmentation constante du ratio EV/EBITDA dans la zone euro (Euro Stoxx 50 Index).

Evolution EV/EBITDA 2008-2013



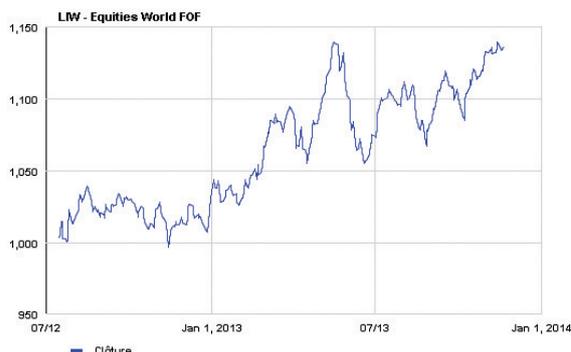
Enfin, l'ETF est coté en EUR et le portefeuille d'actions se compose de 199 entreprises différentes. La teneur générale sur les marchés d'actions reste néanmoins la recherche de corrections susceptible d'ouvrir une fenêtre d'entrée vu les niveaux de valorisation actuels plutôt élevés. L'amélioration attendue de la conjoncture économique générale est largement intégrée dans les cours d'actions, et une augmentation des bénéfices est donc impérative.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



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



Valeur nette d'inventaire

VNI au 29 novembre 2013	1.137,67 EUR
VNI plus haut (14 nov 2013) :	1.139,83 EUR
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16 EUR

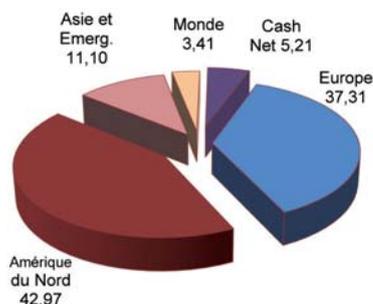
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	22
Nbr. de nouveaux fonds achetés	2
Nbr. de fonds entièrement liquidés	-

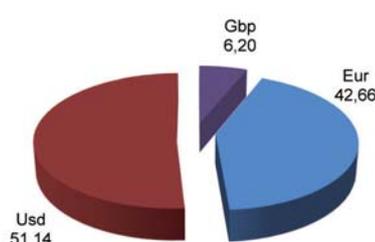
Principales positions en portefeuille (%)

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat. ¹	F.J. ¹	O.P. ¹
Comgest Growth Europe	Europe	7,28	IRL	OEIC	Oui
Digital Stars Europe Acc	Europe	7,03	LU	Sicav	Oui
Allianz Europe Equity Growth Select	Europe	6,29	LU	Sicav	Non
IT Funds America - I	Etats Unis	5,34	LU	Sicav	Non
UBAM Neuberger-Bermann US Eq Value	Etats Unis	4,86	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% (max 1.500 EUR)
Risque ² :	0 1 2 3 4 5 > 6 < 7	Souscription minimum :	1 action
Calcul de la VNI :	Journalière	Code ISIN :	BE6202762975
Date de règlement :	j+4	Réviseur :	Mazars
Rémunération de gestion :	0,5%/an	Administrateur :	RBC Inv. Services

Avertissements

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

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

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

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

29 novembre 2013