

Edito

Malgré les nombreuses démarches réalisées par le secteur financier et par Leleux Associated Brokers, le Gouvernement fédéral a décidé de maintenir la mise en place au 1er janvier prochain d'une nouvelle taxe sur les plus-values spéculatives sur certains instruments financiers acquis à partir du 1^{er} janvier 2016 et revendus endéans les 6 mois.

Au jour de la rédaction de cette revue mensuelle, les modalités d'application ne sont pas encore connues, aucun texte de Loi n'ayant franchi les portes du parlement fédéral et par conséquent, aucune publication n'ayant eu lieu dans le Moniteur Belge.

Chez Leleux Associated Brokers, nous sommes conscients que ce projet de Loi inquiète plus d'un investisseur. Nous avons dès lors pris toutes les dispositions nécessaires pour pouvoir, dès que les textes de Loi seront publiés, mettre en place aussi rapidement que possible, et de la manière la plus transparente possible, cette nouvelle taxation. Ainsi, nous mettrons à la disposition de nos clients utilisant l'application Leleux Online une nouvelle fonctionnalité leur permettant de simuler l'impact de cette taxation sur la vente des positions de leur portefeuille. En un clic de souris, nos clients pourront ainsi identifier les positions soumises à cette nouvelle taxe et simuler le montant de celle-ci si la position devait être revendue au moment de la simulation. De même, nos chargés de clientèle en agence disposeront d'un outil similaire pour aider nos clients dans leurs décisions d'investissement et éventuellement retarder la vente d'une position afin d'éviter cette nouvelle taxe.

Parallèlement à ces nouveaux développements, nous continuerons dans les semaines et les mois à venir à tenter de convaincre les autorités publiques de l'inutilité de cette taxe. Vouloir lutter contre la spéculation avec une taxe qui ne touchera que moins de 5% des transactions sur Euronext Bruxelles est tout à fait irréaliste et absurde. Au mieux, le Gouvernement fédéral

ne comprend pas que la mesure est inefficace. Au pire, le Gouvernement fédéral fait preuve de démagogie.

Car loin de nous l'idée de remettre en cause le principe même du Tax Shift. Diminuer les cotisations sociales sur les rémunérations, et donc diminuer ainsi les charges salariales des entreprises, est certainement la meilleure mesure entreprise depuis plus de dix ans dans ce pays afin de relancer l'emploi et de créer de nouvelles opportunités professionnelles. Que la taxation du capital soit revue à la hausse pour financer partiellement le Tax Shift est également une mesure nécessaire pour en assurer sa réussite. Mais il existe des moyens nettement plus efficaces, tant pour le secteur financier que pour les investisseurs ou pour le Gouvernement, d'atteindre cet objectif. Nous l'avons rappelé à de nombreuses reprises. La mise en place d'une taxe sur les transactions financières, à l'instar de ce que l'Italie ou la France font depuis plus de trois ans désormais, permettrait non seulement de supprimer la TOB, mais également rendrait inutile la mise en place d'une taxe sur les plus-values spéculatives qui ne devrait rapporter que 34 millions d'euros au budget de l'Etat.

Nous osons espérer que tôt ou tard, la raison reprendra ses droits et que le Gouvernement fédéral reverra sa copie, afin de transformer le Tax Shift en une véritable réforme de la fiscalité sur les transactions financières. Une fois encore, la meilleure taxe est celle qui dispose de la base taxable la plus large possible (et donc qui est acquittée par le plus grand nombre possible, investisseurs privés ou institutionnels, résidents belges ou non), avec le taux le plus bas possible. Espérons que le Nouvel An qui s'annonce apportera au Gouvernement un regard nouveau sur cette problématique, un regard au bénéfice de tous.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi, au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers, de vous présenter nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour 2016.

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Devises	4
	Taux d'intérêt	5
	Analyse ATOS	6
	Analyse KBC	7
	Lexique financier	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)

469,52 +1,6%⁽¹⁾ 
+10,6%⁽²⁾ 

BEL 20 (Belgique)

3.760,89 +4,5%⁽¹⁾ 
+14,5%⁽²⁾ 

CAC 40 (France)

4.957,60 +1,2%⁽¹⁾ 
+16,0%⁽²⁾ 

DAX (Allemagne)

11.382,23 +4,9%⁽¹⁾ 
+16,1%⁽²⁾ 

FTSE (G-B)

6.356,09 -0,1%⁽¹⁾ 
-3,2%⁽²⁾ 

SMI (Suisse)

8.993,10 +0,6%⁽¹⁾ 
+0,1%⁽²⁾ 

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.287,98 +2,2%⁽¹⁾ 
+9,5%⁽²⁾ 

DJIA (USA)

17.719,92 +0,3%⁽¹⁾ 
-0,6%⁽²⁾ 

NASDAQ (USA)

5.108,67 +1,1%⁽¹⁾ 
+7,9%⁽²⁾ 

TS 300 (Canada)

13.469,83 -0,4%⁽¹⁾ 
-7,9%⁽²⁾ 

NIKKEI (Japon)

19.747,47 +3,5%⁽¹⁾ 
+13,2%⁽²⁾ 

MSCI World

1.694,40 -0,7%⁽¹⁾ 
-0,9%⁽²⁾ 

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2014

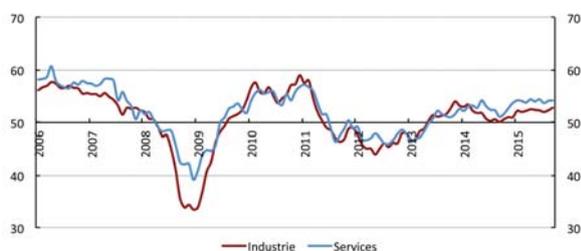


Les données du PMI de novembre donnent une indication plus précise du rythme de la croissance au quatrième trimestre de l'année 2015, le redressement de l'indice suggérant en effet une hausse trimestrielle du PIB de la zone euro de 0,4%. La reprise de la zone euro se poursuit en novembre. La croissance de l'activité, des nouvelles affaires et de l'emploi s'accroissent en effet au cours du mois, leur taux respectif se rapprochant ou s'établissant à des plus hauts de 4 ans et demi. En outre, le volume des affaires en attente enregistrant de nouveau une légère hausse, le fort taux d'expansion économique devrait se maintenir le mois prochain.

L'indice PMI Markit composite de l'activité globale dans l'Eurozone se redresse de 53,9 en octobre à 54,2, se maintenant ainsi au-dessus de la barre du 50 pour le 29^{ème} mois consécutif. La moyenne de l'indice pour le 4^{ème} trimestre 2015 est pour l'heure de 54,1, soit une valeur légèrement supérieure à celle du troisième trimestre.

La croissance se répartit de manière homogène entre les deux secteurs. Le taux d'expansion de l'activité dans le secteur des services n'étant que très légèrement supérieur à celui de la production dans l'industrie manufacturière. En outre, les nouvelles affaires reçues par les prestataires de services de la zone euro affichent leur plus forte hausse depuis 4 ans et demi tandis que chez les fabricants, les nouvelles commandes enregistrent leur plus importante progression depuis avril 2014.

Sentiment directeurs d'achat zone euro



Tous les pays couverts par l'enquête signalent une hausse de leur activité en novembre, l'économie française étant la seule à ne pas afficher d'accélération de la croissance. L'Irlande se maintient largement en tête du classement, suivie de l'Espagne. En Allemagne, l'activité augmente à son rythme le plus soutenu depuis mars dernier tandis qu'en Italie, l'activité enregistre sa plus forte croissance depuis 3 mois.

L'emploi progresse pour le 13^{ème} mois consécutif dans le secteur privé de la zone euro, l'expansion du volume des nouvelles affaires et l'accumulation du travail en attente incitant les fabricants comme les prestataires de services à augmenter leurs effectifs en novembre.

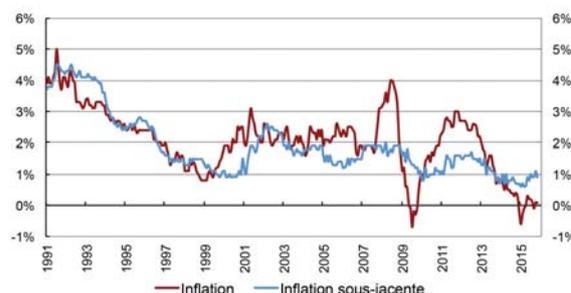
La croissance de l'emploi s'accroît en Italie, en Espagne et en Irlande. Elle reste stable par rapport au mois dernier en Allemagne et continue d'afficher

un rythme soutenu. Bien qu'en France, la baisse des effectifs se poursuive et se renforce légèrement, le taux de suppression de postes reste marginal.

A 54,2 en novembre, l'indice de l'activité de services de l'Eurozone se redresse très légèrement par rapport à octobre. Il signale ainsi en novembre la 28^{ème} hausse mensuelle consécutive de l'activité des prestataires de services de la zone de la monnaie unique. L'activité de services croît dans tous les pays, les prestataires de services irlandais réalisant de nouveau les meilleures performances. La croissance affiche en effet un rythme soutenu en Irlande, de même qu'en Espagne et en Allemagne où elle enregistre des plus hauts de respectivement 3 et 14 mois. Parallèlement, en Italie, le taux d'expansion s'inscrit au même niveau pour le 3^{ème} mois consécutif, restant ainsi supérieur à sa moyenne de long terme. En France, si l'activité continue d'augmenter, la croissance n'affiche qu'un rythme modéré, son taux fléchissant par rapport au plus haut de 4 mois atteint en octobre. La hausse continue de l'activité favorise de nouvelles créations de postes en novembre dans le secteur des services de la zone euro, l'emploi enregistrant sa plus forte croissance depuis mai dernier. Cette hausse des effectifs répond notamment à une nouvelle accumulation des affaires en attente, celles-ci augmentant en effet pour le 6^{ème} mois consécutif. A l'échelon national, l'emploi progresse en Allemagne, en Italie, en Espagne et en Irlande, tandis qu'il recule légèrement en France.

Les dernières données mettent en évidence le maintien de pressions déflationnistes, les prix facturés enregistrant, pour le 2^{ème} mois consécutif, une légère baisse. Parallèlement, les coûts des entreprises n'enregistrent qu'une hausse négligeable dans l'ensemble du secteur privé de l'Eurozone. La forte baisse du prix des inputs dans l'industrie manufacturière (conséquence de la chute du cours des matières premières au niveau mondial) compense la hausse soutenue des prix payés dans le secteur des services.

Inflation zone euro



Affichant un niveau nettement inférieur à sa moyenne historique, le taux d'inflation des prix payés se replie en outre à un plus bas de 3 mois. La hausse des coûts s'accroît en Espagne et en Irlande mais ralentit en Allemagne, en France et en Italie.



Europe

Les investisseurs ont gardé leur sang-froid au lendemain des terribles attentats survenu à Paris. La Bourse a en effet montré qu'elle a les moyens de s'adapter face au terrorisme, et ce n'est pas l'histoire qui le démentira. En effet, depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale, sur les douze conflits majeurs (conflits armés, attentats ou encore tensions géopolitiques), dix fois sur douze les Bourses étaient en progression un an après le début de la crise (source Les Echos, 21/11/2015). Bien sûr, certains secteurs seront affectés par les événements tragiques (exemple dans le tourisme) tandis que d'autres seront plus recherchés (secteur de la défense). Au-delà de ces événements tragiques durant ce mois de novembre, nous retiendrons au niveau économique que l'indice PMI Composite (confiance des directeurs d'achat) a atteint un plus haut depuis mai 2011. Dans le détail, le secteur des services et des commandes à l'exportation ont été très dynamiques. Pour terminer, les derniers chiffres économiques montrent que le niveau d'inflation est très faible, ce qui fait "espérer" à de nombreux professionnels un soutien monétaire attendu de la Banque Centrale européenne pour le 3 décembre prochain.

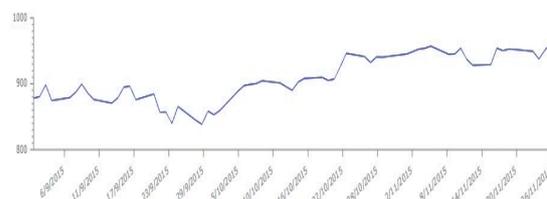
États-Unis

Après qu'un noyau dur de responsables de la Réserve fédérale s'est rallié au scénario d'une hausse de taux en décembre, le marché anticipe aujourd'hui que la probabilité de remontée des taux est de 74%. L'un des effets immédiats d'une hausse de taux (+0,25%), sera de réfuter les arguments de ceux qui pensent que l'économie américaine reste fragile.

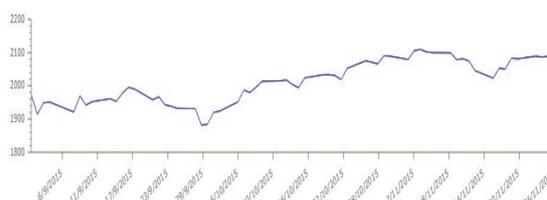
Pays émergents

Chine : depuis 2012, le gouvernement chinois a affiché sa volonté d'accroître le poids du secteur tertiaire dans le PIB et de stimuler la consommation des ménages. Récemment, le Conseil d'Etat a indiqué aux banques d'améliorer les conditions d'accès aux crédits pour la consommation et de faciliter les paiements via internet. Enfin, et pas des moindres, le yuan chinois vient d'être reconnu officiellement comme une des principales monnaies de réserve internationale par le FMI (à l'instar du dollar, de l'euro, de la livre britannique et du yen).

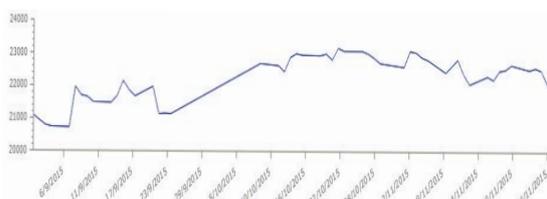
EURO STOXX 50



S&P 500



HANG SENG



AGENDA		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	63,0	62,0	15/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,20%	16/12
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	0,25%	0,00%	16/12
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	104,7	17/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	18/12
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-3,90	22/12
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,50%	23/12
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,10%	28/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	48,6	04/01
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	55,9	06/01
EMU	Confiance économique	-	106,1	07/01
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,05%	0,05%	21/01



Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,95 +4,2%⁽¹⁾
+14,6%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,42 +1,6%⁽¹⁾
+10,6%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,77 +2,1%⁽¹⁾
+11,5%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +1,7%⁽¹⁾
-1,4%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,40 -0,1%⁽¹⁾
-0,2%⁽²⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,92 +0,2%⁽¹⁾
+10,8%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,68 +5,6%⁽¹⁾
+1,5%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,71 +2,1%⁽¹⁾
-0,3%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 +0,3%⁽¹⁾
+2,5%⁽²⁾

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -0,4%⁽¹⁾
+0,4%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,1%⁽¹⁾
+1,7%⁽²⁾

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,9%⁽¹⁾
+2,4%⁽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

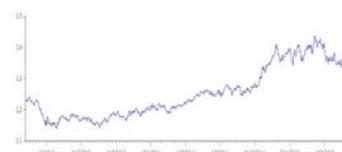
USD/EUR

Le cours de l'euro-dollar (EURUSD) a chuté en octobre et en novembre, sur fond de spéculations vis-à-vis d'une action très forte de la Banque Centrale Européenne (BCE) lors de sa dernière réunion annuelle fixée au jeudi 3 décembre.



GBP/EUR

La livre-sterling a souffert ces dernières semaines des propos de la Banque d'Angleterre (= pas de resserrement monétaire) mais également des derniers chiffres économiques décevants.



TRY/EUR

La livre turque continue toujours sa progression face à l'euro depuis la large victoire du parti du président islamo-conservateur turc Recep Tayyip Erdogan aux élections législatives.



NOK/EUR

La devise norvégienne a stoppé sa baisse, et ce mouvement est étroitement lié à la stabilisation du prix du pétrole.



JPY/EUR

Depuis le statu quo de la BoJ, le yen continue de progresser par rapport à l'euro.



AUD/EUR

Après la hausse brutale durant l'été dernier, la monnaie unique européenne exprimée en dollar australien perd du terrain ces dernières semaines. Là encore, les marchés semblent anticiper les nouvelles mesures expansionniste que la BCE devrait mettre en place début décembre.



Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



A moins que les mauvaises surprises s'enchaînent pendant un mois, la Banque centrale américaine montera ses taux en décembre. Le débat monétaire va alors se recentrer sur le rythme et le nombre de hausses des taux. Jusque-là, le FOMC a assuré que le rythme serait "graduel". Au sens strict, tous les cycles de resserrement monétaire le sont puisqu'on n'a jamais vu la Fed normaliser sa politique en une seule fois. La vraie question est plutôt de savoir si le gradualisme implique le pilotage automatique, comme en 2004-2006. L'expérience de ce cycle-là, durant lequel la Fed n'avait pas su influencer les taux d'intérêt long, milite pour une plus grande flexibilité.

Depuis plus de 2 ans, le marché se demande quand la Fed amorcera la hausse des taux. Cela paraît désormais imminent après la publication du rapport d'octobre sur le marché du travail. Celui-ci a fortement dépassé les attentes. Les créations nettes d'emploi ont bondi à 271.000, au plus haut de l'année. Ceci montre que les résultats médiocres d'août-septembre (145.000 par mois) étaient une anomalie plutôt que l'amorce d'un net ralentissement. De surcroît, la fermeté de l'emploi se retrouve dans la majorité des secteurs. Cette année, seul le secteur minier a vu le nombre de chômeurs monter significativement, ailleurs cela baisse. A l'échelon national, le taux de chômage est en déclin en octobre et touche un niveau inégalé depuis le 1^{er} semestre 2008.

Cerise sur le gâteau : l'indice des gains salariaux horaires a accéléré. Il progresse de 2,5% sur un an, un rythme qui commence à se détacher de la tendance de 2% observée en moyenne sur les 5 dernières années. Après la publication du rapport sur le marché du travail, le marché monétaire a entièrement revu ses attentes en prenant comme scénario central une hausse du taux des fonds fédéraux le 16 décembre. La probabilité implicite d'une hausse des taux se situe désormais à plus de 75% contre moins d'un tiers avant la publication du dernier communiqué du FOMC le 28 octobre.

L'attention va pouvoir se déplacer sur le rythme de la hausse des taux. D'après les prévisions des membres du FOMC, la hausse sera plus lente, donc plus graduelle, que tout ce qu'on a connu par le passé. Le rythme médian serait de 25 points de base par trimestre pendant 3 ans et demi. Le gradualisme présente plusieurs avantages. Primo, cela permet de tenir compte de l'incertitude des réactions du système économique. Secundo, cela facilite le pilotage des anticipations de marché et la maîtrise des taux longs. Enfin, cela réduit le risque d'instabilité financière. Sur ces 2 derniers points, l'expérience du cycle de 2004-2006 n'a pas été à la hauteur : les taux longs sont restés inertes. Avec le recul, la critique qu'on peut adresser à la Fed est d'avoir agi tel un automate, sans jamais ajuster le rythme. Or, la normalisation monétaire n'est pas une fin en soi mais une façon de piloter les taux longs.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

-0,1140% -4,60 ⁽¹⁾ ↓
-19,20 ⁽²⁾ ↓

EUR (10 ans)

0,4730% -10,40 ⁽¹⁾ ↓
-19,70 ⁽²⁾ ↓

USD (3 mois)

0,2100% 0,00 ⁽¹⁾ =
+3,00 ⁽²⁾ ↑

USD (10 ans)

2,2060% +6,39 ⁽¹⁾ ↑
+3,48 ⁽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
AUD	Ford Motor	4,050%	10.12.2018	100,18%	3,99%	I	XS1331888609	2.000
EUR	Commerzbank	0,625%	14.03.2019	99,92%	0,65%	I	DE000CZ40K31	1.000
EUR	Deceuninck	3,750%	08.12.2022	101,20%	3,55%	NR	BE0002238070	1.000
GBP	Total Capital	2,250%	09.06.2022	100,00%	2,23%	I++	XS1333095351	1.000
TRY	EIB	8,500%	25.07.2019	94,10%	10,51%	I+++	XS0995130712	1.000
USD	BAE Systems	2,850%	15.12.2020	100,00%	2,85%	I	USU05632AK79	2.000

Analyse fondamentale

Arnaud Delaunay
Analyste Financier



■ ATOS (ISIN FR0000051732 - 77,55 EUR)

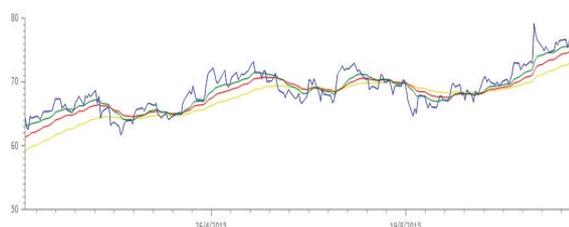
■ Profil

Atos SE (Société Européenne), est une entreprise leader de services numériques avec un chiffre d'affaires annuel de 11 milliards d'euros et 93.000 collaborateurs dans 72 pays. Atos fournit à ses clients du monde entier des services de conseil et d'intégration de systèmes, d'infogérance, de Big Data et de Sécurité, d'opérations Cloud et des services transactionnels par l'intermédiaire de Worldline, le leader européen et un acteur mondial dans les services de paiement.

■ Analyse fondamentale

Cours : 77,55 EUR
Ratio cours/bénéfices : 9,60x
Ratio cours/actif net : 1,91x
Rendement : 1,35%

Evolution du titre Atos



■ Notre opinion

Le secteur de la technologie continue toujours de nous surprendre !

Les affaires continuent !

Le groupe Atos vient de publier ses résultats du T3 : le chiffre d'affaires progresse de 23% (avec effet de change et M&A) et de 0,5% en organique, soit légèrement au-dessus des attentes. Le niveau de la croissance organique reste faible mais progresse trimestre après trimestre : +0,2% au T1 et +0,3% au T2. En outre, la montée en puissance de Wordline ainsi que la contribution de Xeros IT dans les comptes de l'entreprise et la bonne orientation des activités Big Data et Cyber-sécurité vont permettre à la croissance organique de progresser au cours des prochains trimestres (voir estimations ci-dessous).

Figure 1: Atos' organic growth evolution



Source: Company data and J.P. Morgan estimates.

Objectifs 2015

Chiffre d'affaires	Croissance organique positive
Marge opérationnelle	Objectif compris entre 8 et 8,5%
Flux de trésorerie (FCF)	Environ 420 millions d'euros

Ambitions à partir de 2016

Chiffre d'affaires	> 11 milliards d'euros (contre 9 milliards en 2014)
Marge opérationnelle	Entre 8,8 et 9,5% (7,8% en 2014)
Flux de trésorerie (FCF)	Entre 500 et 550 millions d'euros (367 millions en 2014)

Objectifs 2015 et ambitions à partir de 2016

L'ensemble de ces prévisions nous montrent clairement que la progression du top line (= revenus) généré par l'ensemble des activités du groupe Atos améliore la rentabilité opérationnelle (hausse de la marge op.) et crée de la richesse pour l'entreprise et les actionnaires (=> hausse des flux des trésoreries disponibles). Enfin, l'on terminera cette revue des états financiers en soulignant (et au risque de se répéter...), que la santé financière du groupe Atos est extrêmement solide : ratio d'endettement gearing (-29%) et ratio de couverture des charges financières (50x).

Renforcement de l'alliance avec Siemens et acquisition d'Unify

L'on retiendra également lors de la publication :

- 1/ renforcement stratégique de l'alliance avec le groupe Siemens => engagement à plus long terme de Siemens en tant que client d'Atos (800 millions par an jusqu'en 2021 contre 2018 précédemment) et actionnaire (jusqu'en 2020 contre 2016 initialement). Pour rappel, Siemens est le 1er actionnaire avec 12% du capital.
- 2/ projet d'acquisition d'Unify (logiciels et services de communications intégrés) : une entreprise qui génère 1,2 milliards d'euros de CA. Même si cette entreprise va enregistrer une perte en 2015, celle-ci a mis en place un plan de restructuration entièrement provisionné. Le prix de vente est de 340 millions en cash pour une valeur d'entreprise de 600 millions d'euros. Le groupe Atos attend de cette transaction un impact positif sur le bénéfice par action dès 2016.

L'ensemble de ces éléments ainsi que la faible valorisation (en absolue et en relatif) nous amène toujours à être très positif sur ce dossier (et le secteur).



■ KBC (ISIN BE0003565737 - 56,60 EUR)

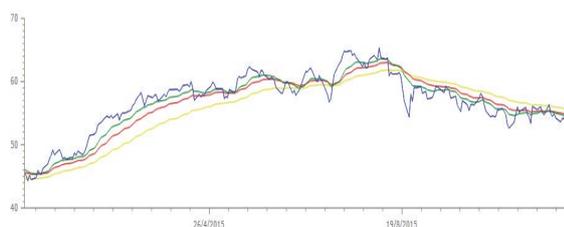
■ Profil

KBC Groupe figure parmi les principaux groupes de bancassurance belges. L'activité s'organise autour de 3 pôles : banque ; assurance (assurance non vie 52,6% des primes brutes acquises et vie 47,3%) ; gestion d'actifs. La répartition géographique des revenus est la suivante : Belgique (67,1%), République Tchèque (18,7%), Hongrie (7,4%) et autres (6,8%).

■ Analyse fondamentale

Cours : 56,60 EUR
Ratio cours/bénéfices : 10,60x
Ratio cours/actif net : 1,50x

Evolution du titre KBC



■ Notre opinion

Analyse par divisions :

Division Belgique (bénéfice de 358 millions d'euros / consensus à 408 millions) :

■ Segment bancaire : le résultat net ressort à 300 millions d'euros, soit un recul d'environ 7% sur 1 an. Cette situation s'explique d'une part, par une perte de 32 millions d'euros liée à l'enregistrement comptable des instruments financiers à leurs justes valeurs (= pertes liées aux conditions de marchés), par une baisse de la rentabilité des investissements en général, et par le recul des « commissions de remboursement anticipé dû au ralentissement des refinancements de prêts immobiliers en Belgique ». Toutefois, l'on observe une progression des volumes de crédits (+5% sur 1 an), des dépôts (+8%) et surtout de la diminution du coût du risque grâce à des reprises de provisions (-21 points de base). La marge d'intérêts (= différence entre le taux auquel la banque KBC prête par rapport celui auquel elle se finance) s'établit à 1,99% contre 2,06% il y a un an.

■ Segment assurance : le résultat net ressort à 58 millions, en baisse de 26%. Dans l'assurance-vie (rappel : 68% de produits garantis et 32% en unités de compte), les ventes ont reculé de 37% sur un an : cette diminution est liée au manque d'attrait des contrats (car les taux sont faibles) et par une stratégie du groupe qui vise à orienter les clients vers de nouveaux produits. Dans l'assurance-non-vie, les ventes ont progressé de 2% sur le trimestre et le ratio combiné s'améliore pour atteindre les 89%.

Division République tchèque (153 millions d'euros / consensus à 128 millions) :

■ Dans cette branche l'on retiendra au niveau bancaire un rebond des volumes de crédits (+10%), une hausse des dépôts (+8%), un rebond des actifs sous gestion et une légère diminution du coût du risque. Dans l'assurance, le ratio combiné se stabilise à 94% et les ventes progressent tant dans l'assurance vie que non-vie. In fine, le bénéfice net total progresse de 18% sur un an.

Réseaux internationaux (bénéfice de 92 millions d'euros / consensus à 62 millions) :

■ Le bénéfice ressort nettement au-dessus des attentes grâce principalement au recul du coût du risque sur les activités de crédits en Irlande.

Des fonds propres robustes

Le ratio de solvabilité dépasse largement le seuil imposé par les autorités réglementaires : 17% contre 10,50%. Une fois déduit le prêt obtenu de la région flamande (enregistrement en titres hybrides) ce ratio tend vers les 14%.

Retour à l'actionnaire d'ici à 2017

Au regard du niveau des cash-flows générés, du niveau de trésorerie (trésorerie + équivalents de trésorerie = 17 milliards vs 13 milliards d'euros il y a un an) et de l'avancée dans le remboursement de la région flamande (le restant dû s'élève à un peu plus de 2 milliards d'euros), le groupe affiche sereinement un "objectif de ratio de distribution de dividende d'au moins 50%" à horizon 2017. Compte tenu d'un bénéfice anticipé sur 2016 de 2,13 milliards d'euros (consensus Bloomberg), d'un payout ratio de 50% (+/- 40% dans le secteur), l'on arrive à un rendement de 4,50% par rapport au cours d'aujourd'hui. Même si la volatilité à terme du cours de bourse affectera le résultat de ce calcul, il a au moins le mérite de mettre en lumière que sur base des précédentes hypothèses, le rendement du titre KBC devrait ressortir légèrement supérieure à la moyenne du secteur bancaire en zone euro d'ici à 2016 (> 50 points de base vs secteur). En outre, la rentabilité des capitaux propres (ROE) du groupe KBC devrait elle aussi ressortir au-dessus de la moyenne sectoriel : 14% vs 8% d'ici à 2016, ce qui justifie le niveau élevé en relatif du multiple de valorisation Price to Book. L'ensemble de ces éléments ainsi que la faible valorisation nous amène à être très positif sur ce dossier.

Lexique financier

Top line : le terme anglophone "Top line" signifie tout simplement le chiffre d'affaires de l'entreprise, soit la première ligne comptable du compte de résultat.

Marge opérationnelle : correspond au rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires. Il indique donc la performance économique de l'entreprise avant la prise en compte des résultats financiers, événements exceptionnels et impôts.

Flux de trésorerie opérationnel : les cash-flows représentent la différence entre les encaissements (recettes) et les décaissements (dépenses) engendrés par le cycle d'activité de l'entreprise. Si le flux de trésorerie opérationnel est supérieur à 0, les flux dégagés par l'activité de l'entreprise couvre ses besoins d'exploitation et permettra de couvrir les dépenses d'investissement, de rembourser une partie des dettes, et de verser des dividendes. Si à l'inverse ce flux est inférieur à 0, l'entreprise devra mobiliser d'autres ressources financières pour couvrir ses besoins de financement.

Croissance organique : la croissance organique est un terme qui désigne la croissance interne qu'une entreprise a acquise par ses propres moyens, c'est-à-dire qui résulte de "l'accroissement des moyens de production, de recherche, de distribution, créés grâce aux ressources humaines, financières et techniques de l'entreprise". Ce terme est très souvent utilisé car il permet de faire la différence entre la croissance interne et celle générée par les acquisitions.

Valeur d'entreprise : la valeur d'entreprise est une mesure calculée à partir de la capitalisation boursière et de la dette nette de l'entreprise. Elle représente le montant nécessaire par un investisseur pour racheter l'entreprise. La valeur d'entreprise prend en compte le fait que l'acquéreur doit aussi assumer le paiement de la dette de la compagnie.

Valorisation en absolue : dans la valorisation absolue, la valeur actuelle d'une entreprise est déterminée par la somme des cash-flows futurs que va générer cette entreprise, cash-flows actualisés à un taux qui reflète le risque du placement.

Valorisation relative : dans la valorisation relative, la valeur d'une action est comparée à la valeur d'une action ou d'un groupe d'actions qui sont comparables pour juger s'il est sous ou surévalué.

Cours sur bénéfices ou encore PER : l'acronyme PER désigne le rapport entre le prix de l'action d'une entreprise et son bénéfice par action. $PER = \text{capitalisation boursière} / \text{bénéfice total}$ ou encore $PER = \text{Prix de l'action} / \text{Bénéfice par action}$. Le PER correspond au nombre de fois que le bénéfice par action est capitalisé dans le cours de bourse. Plus le PER est élevé, plus la société est jugée "chère". Toutefois, il faut bien concevoir que plus le taux de croissance du bénéfice par action est élevé, plus le PER est élevé.

Cours sur valeur comptable : rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (= capitalisation boursière) par rapport à la valeur comptable des capitaux propres.

Rendement : le rendement de l'action, connu sous le nom de "Dividend Yield", indique le pourcentage de dividende versé aux actionnaires par rapport au prix actuel de l'action.

Comptes consolidés : les comptes consolidés ont pour objet de présenter la situation financière d'un groupe de sociétés comme si celles-ci ne formaient qu'une seule et même entité. Pour les sociétés cotées sur un marché réglementé, ils doivent être établis en normes IFRS.

Normes IFRS : normes comptables internationales établies par l'IASB (International Accounting Standards Board). Le règlement européen "IFRS 2005" impose aux sociétés européennes cotées de publier, depuis le 1^{er} janvier 2005, leurs comptes consolidés en IFRS. Il prévoit que les Etats membres puissent autoriser ou obliger les sociétés autres que cotées à préparer leurs comptes consolidés en IFRS à compter du 1^{er} janvier 2005. Avec les IFRS, la priorité est donnée à une approche économique donnant "une image pertinente et fidèle de l'entreprise", alors qu'auparavant les normes comptables adoptaient une approche plus juridique et fiscale. Ainsi, l'on retiendra que l'évaluation des actifs se fait à la juste valeur (= remise en cause régulière de la valeur des actifs) alors que précédemment les actifs étaient enregistrés selon le principe des coûts historiques. Par conséquent, l'on retiendra que depuis 2005 les résultats des entreprises qui publient en IFRS sont plus volatils (=> évolution pro-cyclique).

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) : c'est un indicateur financier très utilisé par les professionnels des marchés pour valoriser les entreprises indépendamment de leur structure financière. L'EBITDA correspond habituellement au résultat opérationnel avant dotations aux amortissements et provisions et dépréciations des survaleurs. Il correspond à la notion française de l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Compte de résultat : le compte de résultat (Income Statement = Profit and Loss = P&L) récapitule les flux monétaires. Il est en quelque sorte un "film" sur les opérations financières où l'on distingue les produits et les charges (la différence donnant le bénéfice ou la perte de l'entreprise). Ce document permet d'analyser l'activité courante de l'entreprise (marges, chiffre d'affaires, etc.) et de faire des comparaisons

Droit Préférentiel de Souscription (DPS) : le droit préférentiel de souscription est un droit dont bénéficient les actionnaires d'une société (cotée ou non) dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire et qui leur permet de souscrire aux actions nouvelles à titre préférentiel par rapport aux autres investisseurs. Ce droit est détachable de l'action et peut être négocié en bourse lorsque l'émetteur est coté.



Le marché prévoit ou anticipe une poursuite des politiques monétaires divergentes en Europe et aux États-Unis, ce qui a favorisé le statu quo des principaux indices boursiers dans ces régions. La pause en novembre n'était d'ailleurs pas inattendue après les excellentes performances boursières d'octobre. En revanche, il n'a pas été question de pause sur le marché belge de l'immobilier coté en Bourse en Belgique. Non seulement les opérateurs immobiliers belges sont plus performants que leurs pendants européens, mais l'entrée en Bourse de Xior a également suscité un regain d'activité et d'intérêt. Un nouvel acteur immobilier ne s'était en effet pas signalé sur la bourse de Bruxelles depuis 2013 (QRF).

L'IPO (introduction en Bourse) de Xior Student Housing apporte non seulement une nouvelle SIR (société immobilière réglementée), mais aussi un nouveau segment. Fondée en 2007, Xior est en effet active dans le domaine du logement pour étudiants en Belgique (notamment à Anvers, Gand et Louvain) et aux Pays-Bas (dont Breda, La Haye, Maastricht et Tilburg). La société propose une large variété d'immeubles où des étudiants peuvent se loger : chambres avec communs, chambres avec sanitaires propres et studios entièrement équipés. L'étudiant est au centre de la stratégie du groupe, ce qui signifie qu'il peut profiter de son logement dans un confort maximal, l'exploitation de l'immeuble étant également assurée par Xior. La SIR Xior est donc à la fois propriétaire et exploitant. En Europe continentale, ce doit être la première SIR cotée en Bourse spécialisée sur le marché de niche des logements pour étudiants. La demande de logements d'étudiants n'a cessé de s'accroître ces dernières années. Les conditions économiques ont entraîné une augmentation non seulement du nombre d'étudiants belges, mais aussi et surtout du nombre d'étudiants étrangers qui viennent étudier en Belgique et aux Pays-Bas. Une tendance qui devrait continuer à évoluer positivement au cours des années à venir et sur laquelle Xior a l'ambition de surfer pour continuer à grandir. Parallèlement à cette internationalisation de l'enseignement supérieur, la consolidation et la professionnalisation de ce secteur doivent également favoriser l'augmentation constante de la demande de logements de qualité. Ainsi, il est de plus en plus difficile aux particuliers d'intervenir eux-mêmes comme propriétaires et exploitants de chambres d'étudiants (voir réglementation, etc.). L'insuffisance de l'offre actuelle de

logements étudiants est notamment attestée par le taux d'occupation très élevé : 97,8%. Le portefeuille, qui comporte plus de 2000 chambres d'étudiants réparties sur 48 immeubles, affiche une valeur réelle de 196 millions d'euros et est principalement constitué, comme indiqué ci-dessus, de chambres d'étudiants (> 80% du portefeuille). La partie restante se compose d'espaces commerçants qui se trouvent par exemple au rez-de-chaussée des immeubles. Le taux d'endettement après introduction en bourse s'élève à environ 44 % (légalement, il ne peut dépasser 65 % pour une SIR) et à terme, Xior vise un ratio d'endettement d'environ 55 % au terme de l'extension du portefeuille à 225 millions EUR pour 2018. Le cours d'introduction s'établissait à 25 EUR, ce qui correspond à une prime d'environ 6,9 % par rapport à la valeur intrinsèque (cours/actif net = 1,06). Cette prime est plutôt limitée par rapport à la valorisation du secteur (1,31 pour l'ensemble des SIR belges). Un élément important dans le contexte financier actuel est le rendement de dividende : il s'élève à 4,5 % brut, le premier paiement de dividendes étant prévu au printemps 2017.

En gestion discrétionnaire, nous avons souscrit à cette nouvelle SIR pour le profil de gestion Baryton-Basse. Le rendement de dividende et la diversification sur le marché des logements pour étudiants sont des compléments intéressants aux SIR déjà en portefeuille. Nous n'avons pas souscrit à Xior pour les profils qui ne comportent pas d'action en raison de la taille limitée de l'introduction. Ce, non seulement en termes de valeur du portefeuille (< 200 millions EUR), mais aussi en ce qui concerne la liquidité. Les volumes de négociations (le flottant s'élèvera à environ 86,2 millions EUR) plutôt bas limiteront en effet les possibilités d'arbitrage pour ces profils.

Pour Befimmo, l'autre SIR en portefeuille, le mois écoulé a été marqué par un détachement du dividende et une augmentation de capital sous la forme d'un placement privé d'actions propres. Pour l'action Care Property Invest, le dividende intérimaire avec avantage fiscal (précompte mobilier de 15%) a été confirmé pour cette année. De plus, l'augmentation du PM (à 27 %) sera ainsi évitée pour cette année et le groupe a fait savoir qu'il serait capable de compenser l'augmentation du PM par une hausse des loyers, neutralisant ainsi la hausse de l'impôt.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

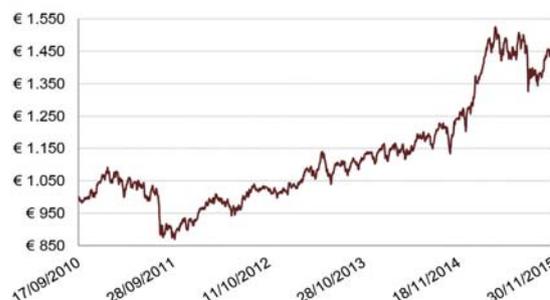
Objectif et stratégie d'investissement

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

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 30 novembre 2015	1.471,01
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16

Evolution de la VNI depuis le lancement



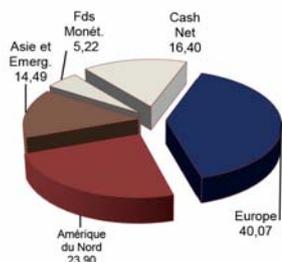
Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	13
Nbr. de nouveaux fonds achetés	1
Nbr. de fonds entièrement liquidés	0

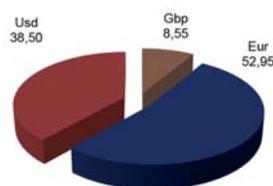
Principales positions en portefeuille

Noms des Fonds	Région/Sect	Poids (%)	Nat.*	F.J.*	O.P.*
Allianz Europe Eq Growth Select	Europe	9,55	LU	Sicav	Non
First State Asian Pacific Leaders £ - B	Asie x Jap	8,50	UK	OEIC	Non
Varenne Valeur	Europe	8,44	FR	FCP	Non
T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A	Etats Unis	7,39	LU	Sicav	Oui
Henderson H Fd Pan European Alpha	Europe	7,23	LU	Sicav	Oui

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Rémunération de distribution :	1,0%/an
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Droit de sortie :	Néant
Date de lancement :	6 sept 10	Commission distribution (négociable) max :	3%
Devise :	EUR	TOB à la sortie :	1,32% (max 2.000 EUR)
Risque 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 :	Caceis Belgium

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. 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 pour objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différentes classes d'actifs (obligations, obligations convertibles, actions etc.) dans une perspective à moyen ou long terme. Le compartiment distribuera intégralement les revenus nets sous forme de dividendes annuels aux actionnaires.

Evolution de la VNI à fin de mois

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

Valeur nette d'inventaire (€)

VNI au 27 novembre 2015	1.033,96
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (12 décembre 2014) :	986,41

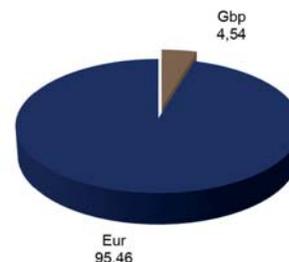
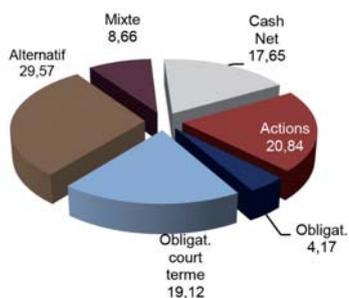
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Exane Asset Management
First Eagle Investment Management LLC
Allianz Global Investors Europe
La Française AM International

Concentration

Nbr. de fonds en portefeuille	13
Nbr. de nouveaux fonds achetés	1
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 :	Caceis Belgium

Avertissements

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

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	Frankrijklei, 133	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
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
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
HASSEL	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 :

29 novembre 2015