

Edito

D'ici quelques semaines, la deuxième version de la directive européenne sur les services et marchés financiers (appelée MiFID II) entrera en vigueur. Dès le 1^{er} janvier 2018, le secteur financier dans toute l'Union européenne sera soumis à de nouvelles règles de conduite et à des nouveaux reportings visant à une plus grande transparence des opérations réalisées d'une part, et à une meilleure protection des investisseurs d'autre part. Cette transparence renforcée se matérialisera principalement à trois endroits.

Tout d'abord, toutes les institutions financières en Europe devront effectuer le reporting quotidien auprès de l'ESMA (European Securities and Markets Authority, soit l'Autorité Européenne des marchés financiers) des transactions qui auront été exécutées par leur intermédiaire durant la journée. Les marchés financiers devront également effectuer ce même reporting, ce qui permettra à l'ESMA d'identifier les tentatives de manipulations de marché ou encore de délit d'initié. C'est précisément pourquoi toutes les institutions financières européennes contactent actuellement leurs clients, afin d'obtenir de leur part un code d'identification MiFID. Pour les personnes morales (c'est-à-dire les sociétés), le code MiFID est un nouvel identifiant international baptisé L.E.I. (pour Legal Entity Identifier). Leleux Associated Brokers vous propose d'ailleurs d'obtenir ce L.E.I. et de le renouveler chaque année pour vous, si vous n'en disposez pas encore. Pour les personnes physiques, le code d'identification MiFID dépend de la nationalité de l'investisseur. Ainsi, pour les investisseurs de nationalité belge, le code d'identification MiFID sera constitué du numéro de registre national. Cette démarche administrative, tant pour les personnes morales que pour les personnes physiques, est essentielle, car les investisseurs qui n'auront pas fourni leur code d'identification MiFID pour le 29 décembre 2017 ne pourront simplement plus passer d'ordres de bourse à partir du 2 janvier 2018. Chez Leleux Associated Brokers, nous avons contacté dès octobre 2017 les personnes morales qui ne disposaient pas encore de code LEI et dès novembre 2017 les personnes physiques dont leur nationalité nécessitait l'obtention d'un code spécifique (Codice fiscale pour les nationaux italiens, Codigo Fiscal pour les nationaux espagnols, etc...). Si vous faites partie

d'une de ces deux catégories et que vous ne nous avez pas encore transmis cette information, nous vous remercions de prendre contact rapidement avec votre chargé de clientèle habituel pour finaliser cette démarche administrative.

En deuxième lieu, la directive européenne MiFID II veut instaurer une plus grande transparence au sujet des rémunérations que les institutions financières perçoivent en échange de la commercialisation de fonds communs de placement. Bientôt, ces incitants seront désormais totalement interdits dans le cadre d'une convention de gestion de portefeuille. Dans le cadre d'une convention de conseil en investissement, cette fois, ces rémunérations devront être déclarées a priori lors de la souscription d'un fonds par un investisseur, et a posteriori sur le relevé du portefeuille titres de l'investisseur. Si ces nouvelles règles sont déjà d'application depuis plusieurs années chez Leleux Associated Brokers, elles modifient par contre en profondeur le modèle de développement de nombreuses autres institutions financières, qui seront désormais amenées à jouer cartes sur table envers leur clientèle.

Finalement, la directive européenne MiFID II veut également offrir à l'investisseur particulier une plus grande transparence dans le cadre des conventions de conseil en investissement. Désormais, chaque conseil fourni par une entreprise d'investissement à un investisseur particulier devra faire l'objet d'un rapport écrit d'adéquation du conseil donné, que l'investisseur particulier pourra consulter durant 5 ans après le conseil. Chez Leleux Associated Brokers, ce rapport d'adéquation vous sera remis sur papier lors de votre visite en agence ou par e-mail s'il s'agit d'un conseil promulgué par téléphone, ce qui vous permettra de vérifier que le conseil donné respecte votre profil d'investisseur.

Ces nouvelles mesures nécessiteront une évidente acclimatation, tant auprès des investisseurs que des institutions financières dans les prochains mois. Nos chargés de clientèle se tiendront à votre entière disposition pour vous fournir assistance et répondre à vos éventuelles questions, sur ce sujet et sur bien d'autres.

Il me reste à vous présenter, au nom de la direction de Leleux Associated Brokers et de ses 125 collaborateurs, tous nos meilleurs vœux de bonheur, de santé et de prospérité pour 2018.



Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction

Sommaire	Economie	2
	Marchés boursiers	3
	Taux d'intérêt	4
	Marchés obligataires	5
	Devises	6
	Immobilier	7
	Analyses	8
	Gestion de Portefeuilles	12
	Leleux Invest	14
	Agenda	16

Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

540,11 -2,4%⁽¹⁾ ↓
+11,8%⁽²⁾ ↑

BEL 20 (Belgique)

3.984,10 -2,7%⁽¹⁾ ↓
+10,5%⁽²⁾ ↑

CAC 40 (France)

5.372,79 -2,4%⁽¹⁾ ↓
+10,5%⁽²⁾ ↑

DAX (Allemagne)

13.023,98 -1,6%⁽¹⁾ ↓
+13,4%⁽²⁾ ↑

FTSE (G-B)

7.326,67 -2,2%⁽¹⁾ ↓
+2,6%⁽²⁾ ↑

SMI (Suisse)

9.318,77 +0,8%⁽¹⁾ ↑
+13,4%⁽²⁾ ↑

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.157,28 -2,1%⁽¹⁾ ↓
+4,9%⁽²⁾ ↑

DJIA (USA)

24.272,35 +3,8%⁽¹⁾ ↑
+22,8%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

6.873,97 +2,2%⁽¹⁾ ↑
+27,7%⁽²⁾ ↑

TS 300 (Canada)

16.067,48 +0,3%⁽¹⁾ ↑
+5,1%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

22.724,96 +3,2%⁽¹⁾ ↑
+18,9%⁽²⁾ ↑

MSCI World

2.077,36 +2,0%⁽¹⁾ ↑
+18,6%⁽²⁾ ↑

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016



Dans son récent rapport sur la stabilité financière dans le monde, le Fonds Monétaire International considère que le renforcement du système financier se poursuit grâce aux politiques monétaires d'accompagnement exceptionnelles, à l'amélioration des réglementations et à la reprise conjoncturelle de la croissance. La solidité des banques continue de s'améliorer car la résolution de certaines banques moins solides a progressé, tandis qu'une majorité d'établissements d'importance systémique réajustent leurs modèles opérationnels et redeviennent rentables. La reprise de l'activité mondiale a dopé la confiance dans les marchés tout en réduisant les menaces qui pèsent sur la stabilité financière à court terme. Mais malgré la récente embellie, la poursuite de la politique monétaire accommodante – nécessaire pour soutenir l'activité et stimuler l'inflation – entraîne aussi un accroissement de la valeur des actifs et de l'effet de levier. Les risques pour la stabilité financière se transposent du système bancaire au secteur non bancaire et aux marchés financiers. Ces évolutions obligent à doser de manière appropriée la normalisation à terme des politiques monétaires, tout en évitant une accumulation continue des risques financiers en dehors du système bancaire et en s'attaquant aux problèmes résiduels hérités de la crise.

La trajectoire de référence de l'économie mondiale, telle qu'envisagée par les banques centrales et les marchés financiers, prévoit une poursuite des politiques monétaires accommodantes, car les taux d'inflation ne devraient se redresser que lentement. Par conséquent, le processus de normalisation des politiques monétaires risque de s'étaler sur plusieurs années. Une normalisation trop rapide retirerait l'appui indispensable pour pérenniser la reprise et relever l'inflation sous-jacente. Les politiques monétaires non conventionnelles et l'assouplissement quantitatif ont imposé d'importants ajustements de portefeuille dans le secteur privé, rendant l'ajustement des marchés financiers beaucoup moins prévisible que dans les cycles précédents. Des changements soudains ou inopportuns pourraient provoquer des turbulences intempestives sur les marchés financiers et se propager à l'échelle internationale. Cependant, l'appui monétaire prolongé envisagé pour les grandes économies pourrait favoriser une accumulation des excès financiers. À mesure que la recherche de rendements s'intensifie, les facteurs de vulnérabilité se transposent au secteur non bancaire et les risques de marché s'accroissent. Il y a trop d'argent en quête de trop peu d'actifs rentables : actuellement moins de 5% (1.800 milliards de dollars) du volume mondial d'actifs à revenus fixes génèrent un rendement supérieur à 4%, contre 80% (15.800 milliards de dollars) avant la crise. La valeur des actifs est en hausse sur certains marchés car les investisseurs sont forcés de sortir de leur zone de risques et d'accepter des risques de crédit et de liquidité plus élevés pour doper les rendements.

Parallèlement, l'endettement des principales économies de la planète s'accroît. L'effet de levier dans le secteur non

financier est désormais plus élevé qu'avant la crise financière mondiale dans l'ensemble des pays du G20. Même si cette situation a favorisé la reprise économique, elle a rendu le secteur non financier plus vulnérable aux variations de taux d'intérêt. La hausse de l'effet de levier a entraîné une augmentation des ratios du service de la dette du secteur privé dans plusieurs économies, malgré la faiblesse des taux d'intérêt. Cela met à rude épreuve la capacité des emprunteurs plus faibles à assurer le service de la dette dans certains pays ou secteurs. Les tensions liées au service de la dette et les niveaux d'endettement dans le secteur privé non financier sont déjà élevés dans plusieurs pays (Australie, Canada, Chine, Corée), ce qui les rend plus sensibles au resserrement des conditions financières et au ralentissement de l'activité économique.

Le rythme soutenu de la croissance en Chine et le resserrement de la politique financière ces derniers trimestres ont apaisé les craintes d'un ralentissement à court terme et de répercussions négatives sur l'économie mondiale. Cependant, l'ampleur, la complexité et le rythme de croissance du système financier chinois laissent entrevoir des risques élevés pour la stabilité financière. Les actifs du secteur bancaire ont progressé de 240% du PIB à fin 2012 à 310% actuellement. Par ailleurs, le recours accru aux financements de gros à court terme et au «crédit parallèle» pour les entreprises accroît la vulnérabilité des banques. Les autorités doivent réussir à concilier resserrement des politiques du secteur financier et ralentissement de la croissance économique. Un repli ne serait-ce que modeste de la croissance du crédit parallèle compromettrait la rentabilité et l'offre plus générale de crédit des banques de petite ou de moyenne envergure.

Le rapport du Fonds Monétaire International constate également que le ratio dette des ménages/PIB varie beaucoup d'un pays à l'autre, mais présente partout une trajectoire à la hausse qui a été atténuée, mais pas inversée, par la crise financière mondiale. Dans les pays avancés, la dette des ménages par rapport au PIB a progressivement gagné en importance, passant de 35% en 1980 à environ 65% en 2016, et a continué de croître depuis la crise financière mondiale, quoique plus lentement. Une dette plus élevée des ménages peut stimuler la croissance à court terme, mais peut présenter des risques à moyen terme pour la stabilité macroéconomique et financière, à savoir le recul de la croissance, de la consommation et de l'emploi, et l'augmentation du risque de crises bancaires.

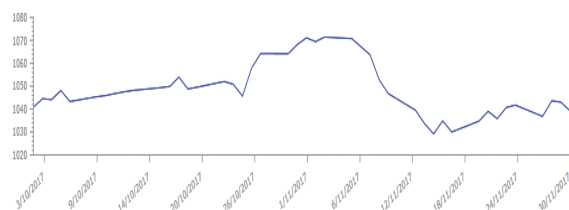
Le principal défi pour les décideurs consiste à maîtriser l'accumulation des facteurs de vulnérabilité financière tout en maintenant une politique monétaire propice au redressement de l'économie mondiale. Sinon, l'augmentation de la dette et la surévaluation des actifs pourraient miner la confiance dans les marchés, avec des répercussions potentielles sur la croissance mondiale.



Europe

“La prévision est difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir” (Pierre Dac, humoriste et comédien). Derrière ce trait d'humour, se cache pourtant bel et bien le grand défi auquel doit faire face l'Economie : la prévision. Bien que l'avenir n'appartient à personne et que l'Economie reste une science sociale (et l'on insistera sur l'adjectif “sociale”), force est de constater que les indices PMI en zone euro (indice des directeurs d'achats d'achat) se situent au plus-haut depuis 2011. Toutes choses étant égales par ailleurs, nous pouvons donc avancer que la croissance des profits des entreprises devrait se poursuivre en 2018. A moins d'un écueil de dernière minute (élection en Espagne le 21 décembre) ou d'un “signe noir” (tensions Etats-Unis/Corée du Nord), les indices boursiers devraient continuer de rester ancrés dans leur tendance haussière.

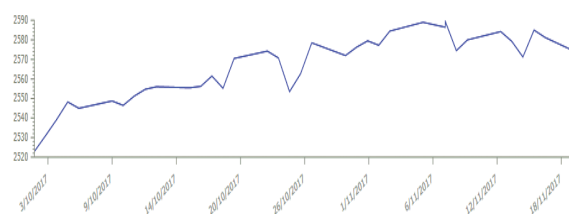
EURO STOXX 50



États-Unis

Apparu lors de la sédentarisation de l'homme et du développement de l'agriculture, l'impôt serait né du tribut versé aux guerriers qui avaient pour fonction de défendre les récoltes. Aujourd'hui, l'impôt est intimement lié à la construction des Etats-nations, en outre il est l'un des rares et derniers leviers économiques que les hommes politiques disposent. Chose promise, chose due, le président américain (après vote du Sénat) peut enfin célébrer sa première grande réforme. L'impôt sur les sociétés, aujourd'hui de 35%, passera ainsi à 20%, et toutes les catégories de contribuables verront leurs impôts baisser. Bien qu'en moyenne les entreprises américaines cotées sur les grands indices boursiers ne soient imposées qu'à hauteur de 28%, la réforme fiscale est une bouffée s'oxygène pour l'ensemble de l'économie américaine... et pour les indices boursiers !

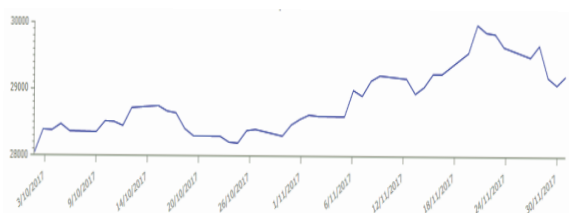
S&P 500



Pays émergents

Au niveau des bonnes nouvelles, nous retiendrons que les résultats des sociétés industrielles en Chine ont progressé sur un rythme de 25% en octobre. Coté mauvaises nouvelles, nous retiendrons -même si cela n'est pas une surprise- que l'agence Standard & Poor's a déclaré le Venezuela “en défaut partiel” sur sa dette. L'agence estime incapable le pays de rembourser les emprunts libellés en USD qui arrivent à échéance.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	14/12
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,10%	18/12
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	69,5	70,0	18/12
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	111,0	19/12
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	1,60	20/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	21/12
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,90%	22/12
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,00%	28/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	58,2	03/01
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	0,0	57,4	05/01
EMU	Confiance économique	-	114,6	08/01
JAP	Produit Intérieur Brut	-	2,5%	14/02

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,41%	+3 ⁽¹⁾ -3 ⁽²⁾
EUR	
0,37%	0 ⁽¹⁾ = +16 ⁽²⁾
Allemagne	
0,37%	0 ⁽¹⁾ = +16 ⁽²⁾
Autriche	
0,51%	-3 ⁽¹⁾ +9 ⁽²⁾
Belgique	
0,57%	-4 ⁽¹⁾ +4 ⁽²⁾
Espagne	
1,45%	-1 ⁽¹⁾ +6 ⁽²⁾
Finlande	
0,53%	0 ⁽¹⁾ = +18 ⁽²⁾
France	
0,68%	-7 ⁽¹⁾ 0 ⁽²⁾ =
Grèce	
5,45%	-2 ⁽¹⁾ -166 ⁽²⁾
Irlande	
0,59%	+1 ⁽¹⁾ -17 ⁽²⁾
Italie	
1,75%	-8 ⁽¹⁾ -7 ⁽²⁾
Pays-Bas	
0,46%	-1 ⁽¹⁾ +11 ⁽²⁾
Portugal	
1,87%	-20 ⁽¹⁾ -189 ⁽²⁾

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2016
en points de base

Les chiffres clés des taux d'intérêt (10 ans)

Les taux d'inflation publiés en novembre pour la zone euro ont à nouveau été inférieurs aux prévisions. Une tendance similaire avait déjà été observée dans plusieurs autres économies développées ces derniers mois. Le Royaume-Uni constitue cependant une exception. Une grande partie de la récente hausse de l'inflation trouve cependant son origine dans l'évolution de la livre, qui a perdu de sa valeur par rapport à l'euro après le vote du Brexit. Aux États-Unis aussi, les chiffres récents étaient un peu plus encourageants, avec un rebond de l'inflation à 1,8% en octobre. Les facteurs temporaires qui pesaient sur l'inflation au début de l'année commencent à se dissiper, alors que la dépréciation du dollar devrait également avoir un effet sur les prix des denrées importées. La faiblesse de l'inflation dans la zone euro est cependant particulière puisque la croissance économique y atteint son plus haut niveau en dix ans.

Dirigeants politiques, banques centrales et économistes éprouvent des difficultés à expliquer ce phénomène. Le raisonnement a en effet toujours été que quand on accroît le volume monétaire (pour une même quantité de biens et services), leurs prix doivent augmenter. En dépit de la reprise de la croissance, nous n'avons pas assisté à un net regain d'inflation jusqu'à présent. Les opinions sont dès lors partagées. Certains économistes estiment ainsi que la faiblesse de l'inflation n'est que de nature temporaire et est causée par des facteurs ponctuels. D'autres sont convaincus que l'économie a subi une évolution structurelle. La globalisation et les changements technologiques ont réduit la demande de main-d'œuvre peu qualifiée dans les économies développées. L'intensification de la concurrence sur le marché des produits et du travail engendre par conséquent une politique de modération salariale qui fait disparaître une source importante d'inflation. Il en résulte une modification dans la relation entre l'inflation des salaires et le chômage (aplanissement de la courbe de Phillips). Selon d'autres économistes encore, ce serait le chômage d'équilibre qui se trouverait à un niveau plus bas qu'avant la crise, raison pour laquelle le chômage devra en principe baisser sous son niveau d'avant la crise pour provoquer une reprise de l'inflation. Ce chômage d'équilibre est le taux de

chômage où l'économie se trouve à son équilibre à long terme et où le composant conjoncturel du chômage est donc nul. Cependant, l'usage croissant de l'Internet a entraîné une baisse d'une partie de ce chômage, le "chômage frictionnel" (qui provient du fait que les demandeurs et les fournisseurs de main-d'œuvre ne se trouvent pas immédiatement), de par la facilitation des embauches et de la recherche d'emploi. En outre, la diffusion plus large de l'enseignement supérieur facilite la déployabilité et la mobilité de la main-d'œuvre. Une telle baisse du chômage d'équilibre pourrait expliquer pourquoi l'Allemagne affiche une faible inflation tout en se trouvant au-dessus de son niveau de PIB potentiel.

Comme ces taux d'inflation revêtent une grande importance et déterminent dans une large mesure la politique monétaire, certains se demandent si le principe de "l'objectif d'inflation" n'est pas dépassé. Une telle stratégie oblige en fin de compte les banques centrales à stabiliser le niveau des prix dans l'économie à un niveau choisi au préalable et à intervenir si nécessaire. Les banques centrales mettent cependant l'accent sur le moyen terme, qui est soumis en grande partie à des facteurs temporaires comme la globalisation, et est ainsi moins sensible aux décisions monétaires. Le risque existe qu'en se concentrant exclusivement sur l'inflation, on ignore d'autres risques dans l'économie. Il pourrait en résulter un endettement excessif et la formation de bulles dans les prix d'actifs spécifiques.

Pour les taux, ce qui précède implique que le raidissement monétaire n'interviendra que très progressivement, et ce, malgré des taux de croissance satisfaisants. D'une part, un relèvement des taux d'intérêt directs est peu vraisemblable tant que l'inflation reste en deçà de l'objectif. D'autre part, les dirigeants seront prudents lorsqu'ils réduiront la politique accommodante, car une transition trop soudaine pourrait provoquer un pic dans les rendements obligataires, p.ex., ce qui pourrait plonger l'économie en récession.

Aux États-Unis, on attend cependant un nouveau relèvement des taux en décembre sur fond d'informations positives comme la nomination de Jérôme Powell à la succession de Janet Yellen et l'approbation par le Sénat de la réforme fiscale annoncée.

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



Pour la première fois depuis 10 ans, la Banque centrale d'Angleterre a augmenté son taux d'intérêt directeur de 25 points de base pour atteindre 0,5%. Le Royaume-Uni a ainsi rejoint les Etats-Unis dans le groupe très restreint de pays qui sont dans une phase de normalisation de leur politique monétaire. Les derniers événements ont été plutôt favorables aux actifs non risqués : la nomination de Jerome Powell à la tête de la FED, le regain de tension en Corée du nord, l'accalmie en Catalogne et les incertitudes politiques en Allemagne. Dans cet environnement, les investisseurs ont été incités à privilégier les obligations souveraines au détriment d'actifs plus risqués dont les obligations d'entreprises à haut rendement.

Les événements géopolitiques ainsi que le manque d'avancée sur la réforme fiscale américaine ont conduit à une certaine correction sur les marchés d'obligations d'entreprises à haut rendement aux Etats-Unis. Le contexte technique sur le marché des obligations d'entreprises de qualité a été marqué par un volume de nouvelles émissions en forte hausse, ce qui a entraîné un élargissement des spreads. Au total, ces événements ont abouti à la première baisse significative des prix des obligations d'entreprises libellées en USD depuis le début du mois d'août, les rendements et les spreads du segment « high yield » revenant aux niveaux atteints au cours du printemps.

La politique accommodante de la BCE, qui devrait se poursuivre l'année prochaine, continue de maintenir les taux d'intérêts à des niveaux bas. Dans ce contexte, le nouveau Bon Etat offre une rémunération annuelle de 0,5% pour une durée de 10 ans. Ces conditions sont telles qu'il s'agit de la pire campagne de souscription de l'histoire du Bon d'Etat. Avec un montant de souscription de 2,73 millions d'euros, on bat le record de juin 2015 ou seulement 3,02 millions avait été souscrit.

Prestations des marchés obligataires de la zone euro et des Etats-Unis

Marché	Résultat en devise locale	
	Novembre 2017	total 2017
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	0,0%	-0,8%
Etats-Unis (\$)	0,1%	2,2%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,1%	2,7%
Etats-Unis (\$)	-0,2%	5,3%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,4%	4,9%
Etats-Unis (\$)	-0,4%	6,1%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 30/11/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade	0,97%	-20
AAA	0,90%	-6
AA	0,69%	2
A	0,80%	-15
BBB	1,17%	-33
High Yield	2,51%	-74

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 30/11/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,58%	9
OLO 5 ans	-0,26%	14
OLO 7 ans	0,14%	26
OLO 10 ans	0,57%	4
OLO 30 ans	1,61%	1

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Renault	1,000%	28.11.2025	99,50%	1,07%	I	FR0013299435	1.000
GBP	Nestle Holdings	1,000%	11.06.2021	99,90%	1,03%	I++	XS1730883961	1.000
PLN	EIB	2,750%	25.08.2026	96,53%	3,21%	I+++	XS1492818866	1.000
TRY	EIB	9,250%	03.10.2024	93,00%	10,46%	I+++	XS1115184753	1.000
USD	Fibria Overseas	4,000%	14.01.2025	99,00%	4,16%	I	US31572UAG13	2.000
USD	Starbucks	2,200%	22.11.2020	99,94%	2,22%	I+	US855244AL32	2.000

Ratings: I+++ : Prime Grade, I++ : High Grade, I+ : Medium Grade, I : Lower Grade, S+++ : Speculative, S++ : Highly Speculative, S+ : Extremely Speculative, NR : Non Rated



USD/EUR (USA)

0,84 -2,2%⁽¹⁾ ↓
-11,6%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,14 -0,4%⁽¹⁾ ↓
-3,2%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,75 -1,2%⁽¹⁾ ↓
-8,2%⁽²⁾ ↓

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -3,9%⁽¹⁾ ↓
-8,2%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,85 -0,8%⁽¹⁾ ↓
-8,5%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,64 -3,3%⁽¹⁾ ↓
-7,1%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,65 -2,2%⁽¹⁾ ↓
-7,9%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,92 +0,5%⁽¹⁾ ↑
+5,9%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +0,9%⁽¹⁾ ↑
+4,8%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -0,5%⁽¹⁾ ↓
-1,1%⁽²⁾ ↓

SEK/EUR (Suède)

0,10 -2,2%⁽¹⁾ ↓
-4,0%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

L'euro continue d'être bien soutenu par les preuves qui s'accumulent montrant le renforcement de la reprise économique en zone euro et qui aident à atténuer les inquiétudes liées au risque d'instabilité politique en Allemagne.



GBP/EUR

La livre sterling continue de faire du yoyo vis-à-vis de l'euro. Récemment, la livre sterling, elle, bénéficie des espoirs de progrès importants des négociations entre Londres et l'Union européenne sur les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'UE.



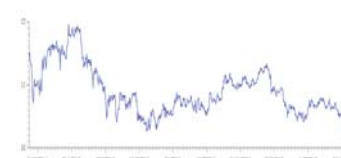
TRY/EUR

La livre turque a atteint mardi un plus bas historique sur les marchés de change, sur fond de tensions avec les Etats-Unis liées à l'imminent procès d'un homme d'affaires et d'un banquier turc à New York. En outre, le président Recep Tayyip Erdogan s'est emporté contre la Banque centrale vendredi, la pressant de baisser ses taux afin de soutenir la croissance par la consommation et les investissements.



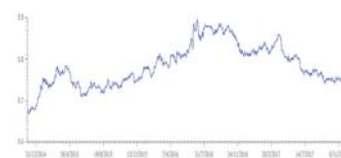
NOK/EUR

Dans son dernier communiqué, le gouverneur de la Norges Bank indiquait que les conditions n'ont pas évolué depuis son rapport publié le 21 septembre dernier et qu'une politique accommodante "reste nécessaire". La devise continue d'être sous pression.



JPY/EUR

Après l'adoption par le Sénat américain de la réforme fiscale et un retour du "risk on" sur les marchés, le yen recule légèrement face à l'euro.



AUD/EUR

La Banque centrale australienne a maintenu son taux directeur à 1,5% et réaffirmé qu'aucune hausse de taux ne surviendrait pas à court terme. La banque centrale s'inquiète de l'appréciation de plus de 5% de l'"aussie" face au dollar américain depuis le début de l'année alors que l'économie australienne est très dépendante de ses exportations de matières premières.





Performance boursière

Le taux à 10 ans a reculé de 3 points de base au mois de novembre, passant de 0,60% fin octobre à 0,57% fin novembre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a reculé de 6 points de base à 1,05%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Les SIR affichent un return relativement faible (+0,6%) en novembre. Les plus fortes baisses sont à mettre au compte de Vastned Retail Belgium (-3,8%) et XIOR (-2,5%). Les plus fortes hausses ont été Montea (+5,9%), Retail Estates (+5,8%) et Wereldhave Belgium (+3,1%).

Neuf SIR ont publié leurs résultats trimestriels pendant le mois de novembre. Ascencio a publié ses résultats annuels pour l'exercice clôturé le 30 septembre 2017. Ils étaient conformes à nos attentes.

Information financière

Montea achète un projet build-to-suit de plus de 47.000 m² pour Decathlon au MG Park De Hulst à Willebroek, d'une valeur d'investissement de 31,6 millions EUR. Il est assorti d'un rendement initial brut attendu de 6,5%. Montea achète également les terrains restants situés autour des autres développements pour un montant de 3,2 millions EUR. Decathlon louera le bâtiment pour une période d'au moins 10 ans. Trois transactions ont également été annoncées pour des entrepôts d'aéroports, d'une superficie totale d'environ 27.000 m². Elles représentent un investissement de 25,4 millions EUR. À Tiel (Pays-Bas), Montea achète 48 hectares de terrains en vue de les développer.

Aedifica achète un établissement de soins résidentiels aux Pays-Bas (Bosch et Duin) pour 7 millions EUR, avec un rendement initial de 6,5%. La résidence compte 27 unités et est louée pour 25 ans.

Home Invest Belgium a clôturé l'acquisition du site du Brunfaut à Bruxelles. L'immeuble semi-industriel (2,8 millions EUR) sera démolé. 93 unités résidentielles seront construites pour un montant d'investissement total de 19,25 millions EUR et un rendement initial de 5,6%.

WDP s'étend au Luxembourg (Bettembourg-Dudelange) avec la construction d'un entrepôt de 25.000 m². Au début des travaux, l'entrepôt est déjà loué à Auchan (80%) et Innovation First (20%).

Cofinimmo envisage de vendre les immeubles de bureaux Egmont I et Egmont II dans le courant de l'année 2018. Ils couvrent une superficie totale de 53.000 m² et sont entièrement loués à l'État belge pour une durée résiduelle de 14 ans.

XIOR entame un nouveau développement à Bruxelles (Zaventem) avec la conversion d'un immeuble ancien en 256 appartements autonomes et un "student flat hotel" de 72 unités. L'investissement total s'élèvera à 36 millions EUR, avec un rendement initial de 6,3%. Le promoteur accorde à XIOR une garantie locative de 50% pendant deux ans pour le "studenten hotel" et d'un an pour les appartements. À Leyde (Pays-Bas), XIOR acquiert un immeuble de 134 unités indépendantes pour étudiants pour un montant total de 12,7 millions d'euros et un rendement initial de 6,3%. Le vendeur accorde une garantie locative d'un an.

Ascencio a vu ses revenus locatifs augmenter de 5,0% à 40,8 millions EUR durant l'exercice 2016/2017. L'EPS EPRA s'élevait à 4,04 EUR. La valeur totale du portefeuille d'investissement atteint 613,3 millions EUR, avec un taux d'occupation de 97,0%. La VNI EPRA par action a progressé de 4,3% à 54,45 EUR. Le taux d'endettement s'élevait à 42,6% avec un coût moyen de 2,94%. 85,13% des dettes à rembourser sont assorties d'un taux d'intérêt fixe. Ascencio versera un dividende brut de 3,30 EUR par action.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/10/17	31/12/16	30/11/16		
Aedifica	80,00	-1,5%	19,2%	21,8%	24,6	3,1%
Care Property Invest	18,74	3,4%	1,9%	8,3%	23,9	3,7%
XIOR	39,00	-2,5%	18,2%	20,4%	27,9	3,1%
Home Invest Belgium	93,03	-1,6%	-1,3%	-1,3%	32,5	4,6%
QRF	24,31	1,3%	-9,6%	-4,9%	15,4	5,6%
Retail Estates	72,83	5,8%	1,0%	3,0%	14,6	4,8%
Vastned Retail Belgium	44,75	-3,8%	-12,4%	-13,6%	18,3	5,5%
Ascencio	57,82	0,2%	-7,7%	-4,6%	13,5	6,1%
Wereldhave Belgium	93,80	3,1%	-8,5%	-7,9%	16,2	5,5%
Warehouses Estates Belgium	61,00	1,5%	-5,1%	0,4%	16,9	5,7%
Leasinvest Real Estate	95,73	-0,1%	-4,8%	0,8%	18,6	5,1%
Befimmo	53,60	0,5%	2,2%	4,1%	14,4	6,4%
Cofinimmo	108,35	-0,6%	4,8%	9,3%	16,6	5,1%
Montea	45,72	5,9%	7,8%	16,2%	18,0	4,8%
WDP	91,20	-1,8%	12,6%	18,1%	16,6	4,9%
Intervest Offices & Warehouses	21,95	0,3%	-2,4%	-2,2%	14,4	6,4%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



■ BEKAERT (ISIN BE0974258874 - 35,87 EUR)

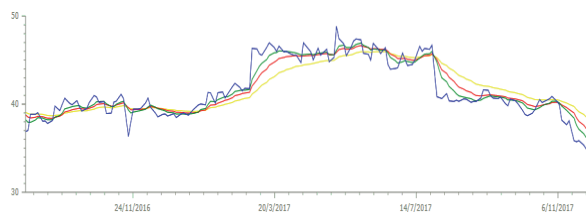
■ Profil

Bekaert est leader technologique mondial dans ses deux compétences de base : la transformation avancée des métaux ainsi que les matériaux et les revêtements avancés, et leader de marché des produits tréfilés et de leurs applications.

La répartition géographique du CA consolidé est la suivante : Belgique (8,7%), Chine (20,9%), Etats-Unis (14,8%), Chili (8,6%), Slovaquie (8%) et autres (39%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	11,50x
Cours/Actif Net :	1,30x
Rendement :	3,43%



■ Notre opinion

Croissance positive attendue sur 2018, mais les conditions de marché restent difficiles

Bekaert est un acteur mondial dans les technologies de transformation et de revêtement des fils d'acier. Bekaert fabrique des fils d'acier de différentes résistances et diamètres, y compris des fibres ultra-fines de 1 micron. 30% de tous les pneus de voiture dans le monde sont renforcés avec du fil d'acier Bekaert, 500 millions de bouteilles de champagne sont dotées d'un fil métallique Bekaert et 3,5 millions de kilomètres de fil de reliure sont produits chaque année. Les applications sont presque infinies.

Le groupe compte environ 30.000 employés et réalise un chiffre d'affaires annuel de près de 4,4 milliards d'euros.

Bekaert dispose de cinq stratégies de base, qui constituent la base des priorités et du processus décisionnel de Bekaert en matière de création de valeur et de croissance :

1. Amener le client au cœur de l'entreprise.
2. Croissance tirée par la valeur.
3. Leadership technologique.
4. Utilisez les économies d'échelle, réduire la complexité et les coûts.
5. Recruter et responsabiliser les employés.

Bekaert applique trois objectifs en ce qui concerne sa structure financière:

1. *Net debt / EBITDA* < 2
2. *Net debt / Equity* < 50% (= gearing)
3. *Equity / Total Asset* > 40% (= autonomie financière)

Au 30 juin 2017, Bekaert avait une dette financière nette de 1,23 milliard d'euros et des fonds propres de 1,51 milliard d'euros. En conséquence, les ratios susmentionnés sont respectivement de 2,1x, 81,7% et 35,3%.

Lorsque Bekaert a publié le chiffre d'affaires pour les neuf premiers mois de 2017, Bekaert a indiqué que les conditions du marché sont extrêmement difficiles. Le prix du fil d'acier a énormément augmenté alors que ce n'est pas le cas pour la demande sous-jacente. Autrement dit, Bekaert ne répercute pas les prix plus élevés des matières premières sur ses clients et ce, dans presque tous les segments d'activité. En outre, Bekaert a un handicap compétitif aux États-Unis où les concurrents sont des acteurs verticalement intégrés qui fabriquent leur propre fil d'acier, dont le prix de la matière première de base, le minerai de fer, a fortement baissé.

L'augmentation du prix du pétrole offre un peu de réconfort car elle offre des opportunités pour le fil profilé et les tuyaux flexibles pour les produits de câbles de Brido-Bekaert Ropes Group (BBRG).

Après la faible performance du cours au troisième trimestre (en raison des chiffres semestriels) et compte tenu de la valorisation relativement faible (objectif de consensus vers les 47 EUR), nous sommes à l'Achat avec un objectif à 45 EUR. Puisque le titre Bekaert est une action très cyclique, nous considérons que le risque est élevé.

■ Derniers résultats

Bekaert a vu son chiffre d'affaires progresser de 3,9% au troisième trimestre 2017 (+ 10% en organique contre +6,5% au 1S17) à 977 millions d'euros. Les volumes ont augmenté de 6% et les matières premières / prix d'environ 3%. Cela signifie que le troisième trimestre a montré une forte amélioration sous-jacente par rapport au premier semestre.

Les résultats semestriels sont solides (chiffre d'affaires +15,2%, EBITDA + 22,7%), mais inférieurs aux attentes des analystes. La croissance des revenus a été alimentée par des volumes plus élevés et une augmentation des prix du fil d'acier. Les prévisions d'augmentation des dépenses d'investissement (100 millions d'euros) et le ratio d'endettement plus élevé ainsi que la légère diminution de la marge d'EBITDA sous-jacente (de 14,2% à 13,2%) ont été négativement répercutés par le marché.

■ Perspectives

L'environnement des prix sur le marché ne permet pas actuellement à la croissance en volume d'être élevée. Une marge REBIT de 10% est attendue pour les années à venir. La dette financière nette devrait rester autour du niveau actuel de 1,2 milliard d'euros tandis que les dépenses d'investissement de 250 millions d'euros sont maintenues. Bekaert prévoit d'être en mesure d'égaliser l'EBIT sous-jacent de 2016 en 2017.



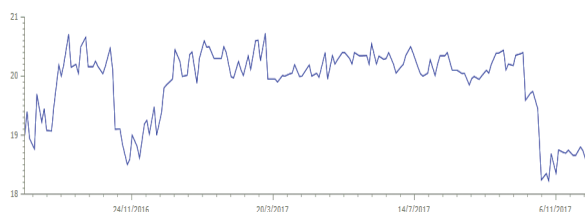
CARE PROPERTY INVEST (ISIN BE0974273055 - 18,35 EUR)

Profil

Care Property Invest est une société (SIR) spécialisée dans la détention et la gestion d'appartements aménagés pour personnes âgées. Fin juin 2017, le valeur de marché du portefeuille immobilier a été évalué à 119,5 millions d'euros. Les créances des contrats de location-financement s'élevaient à 171,7 millions d'euros, à 4,6 millions d'euros pour les projets en cours.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 22,30x
Cours/Actif Net : 1,60x
Rendement : 3,70%



Notre opinion

Nouvel objectif de cours suite à l'augmentation de capital réussie

Portefeuille actuel

Le portefeuille est constitué de 84 projets pour une valeur de portefeuille immobilier estimée à 369,4 millions d'euros. La durée moyenne restant jusqu'à la fin de la période de location d'immeuble en crédit-bail (76 projets - 1.988 résidences) est de 16,8 ans et un peu plus de 15 ans dans l'investissement en immobilier (8 projets et 786 résidences). Il y a deux projets en développement pour 140 résidences supplémentaires.

Succès de l'augmentation de capital

Care Property Invest (CPINV) a réalisé avec succès son augmentation de capital de 72,1 millions d'euros. Deux nouvelles actions ont été émises pour 7 actions existantes. Les nouvelles actions ont été émises à 16,80 EUR par action, soit une réduction de 15,5% sur le prix de l'action avant le début de l'opération.

Affectation de l'argent collecté

Le produit de l'augmentation de capital servira à financer 5 projets :

- Un centre d'hébergement à Beersel (Qaly) pour 16,7 millions d'euros;
- Un centre de soins à domicile à Meise (Oase) pour 16,0 millions d'euros;

- Un complexe résidentiel en développement à Deinze (De Nieuwe Ceder) pour 11,0 millions d'euros;
- Maisons auxiliaires à Herenthout (Huis Driane) pour 3,6 millions EUR;
- Un centre d'hébergement à Vorst (Les Saules) pour 11,0 millions d'euros.

Le montant total des projets est estimé à 58,3 millions d'euros. Cependant, les flux de trésorerie d'investissement diminueront, car certains emprunts seront repris dans les projets.

Perspectives

CPINV prévoit de réaliser des revenus locatifs d'au moins 20 millions d'euros (+28% par rapport à 2016) pour l'exercice 2017. Le résultat EPRA sera d'au moins 0,7388 EUR par action. La société propose une augmentation du dividende brut à 0,68 EUR par action. De ce montant, 0,557 EUR a déjà été détaché au début de l'augmentation de capital. En conséquence, il existe un dernier acompte sur dividende de 0,123 EUR.

Conseil

Depuis 2015, CPINV se lance dans des acquisitions. Le rendement moyen des nouveaux projets est plus faible que le portefeuille d'origine, mais cela vaut aussi pour le coût du financement. A la différence du portefeuille de crédit-bail, CPINV est le seul propriétaire des nouveaux projets, ce qui en fin de compte permettra à la société d'enregistrer des gains en capital.

Il n'y a pas d'objectif de cours disponible suite à l'augmentation de capital, car les analystes qui suivaient l'action font partie du syndicat qui accompagnait l'augmentation de capital et ont donc suspendu le suivi de l'action pendant un certain temps. Notre propre modèle d'évaluation (DCF), après correction de l'augmentation de capital et des nouveaux projets annoncés, pointe un objectif de cours à 20 EUR par action. Nous sommes à "Conserver".

Analyse technique

Techniquement parlant, le titre CARE PROPERTY INVEST s'inscrit dans une tendance franchement haussière sur le long terme. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.

La résistance majeure se situe à 20,50 EUR. Le support majeur se situe à 17,40 EUR et le support intermédiaire se situe à 18,30 EUR.

A ce jour, le profil de risque de CARE PROPERTY INVEST résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



■ DEUTSCHE TELEKOM (ISIN DE0005557508 - 15,08 EUR)

■ Profil

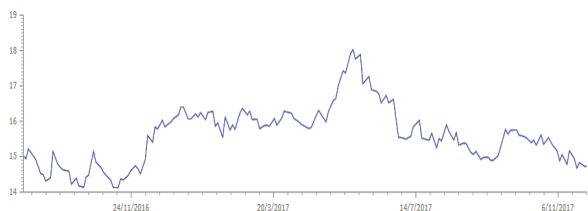
Deutsche Telekom figure parmi les 1^{ers} opérateurs mondiaux de télécommunications. Le CA par activité se répartit comme suit :

- prestations de télécommunications (91,5%) : prestations de téléphonie mobile (165 millions d'abonnés à fin 2016), de téléphonie fixe (28,5 millions d'abonnés), de transmission de données, d'accès à Internet, d'hébergement de sites Web, de messagerie, etc. En outre, le groupe développe une activité de vente de combinés mobiles, d'accessoires, et de matériels de télécommunication ;
- développement de systèmes d'information et de communication (7,8% ; T-Systems) ;
- autres (0,7%).

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (33,7%), Europe (19%), Amérique du Nord (46,4%) et autres (0,9%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,04x
Cours/Actif Net :	2,14x
Rendement :	4,69%



■ Notre opinion

Croissance intacte, malgré l'échec de la fusion avec "Sprint"

Deutsche Telekom est l'un des principaux groupes de télécommunications intégrés dans le monde avec près de 165 millions de clients, 28,5 millions de lignes de réseau fixe et 18,5 millions de lignes à large bande. Le Groupe est actif dans plus de 50 pays avec 218.300 salariés. En 2016, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 73,1 milliards d'euros, dont 66% hors de l'Allemagne.

Deutsche Telekom veut devenir le leader européen des télécommunications et veut acquérir des positions de leader dans 4 domaines :

- Meilleur réseau
- Meilleurs services
- Meilleurs produits
- Fournisseur privilégié pour les entreprises

Pour ce faire, Deutsche Telekom est en train de transformer la totalité de l'infrastructure de réseau fixe en technologie de protocole Internet (en utilisant des adresses IP). Comme en Belgique, les offres groupées (réseau fixe + TV + réseaux mobiles) sont proposées à prix fixe. Grâce à l'expansion de plates-formes standardisées, Deutsche Telekom peut attirer des partenaires pour construire une stratégie gagnant-gagnant. Deutsche Telekom vise également à avoir plus de 10 millions de clients TV en Allemagne et en Europe pour la fin de l'année.

Deutsche Telekom dispose d'une structure financière solide avec une dette financière nette de 52,6 milliards d'euros. L'endettement net par rapport aux capitaux propres et à l'EBITDA ressort respectivement à 1,35x et 2,3x. Les notations financières ressortent à BBB+ pour Fitch, Baa1 pour Moody's et BBB+ pour l'agence S&P. Les trois agences de notation ont des perspectives stables pour leur cote de crédit.

Toutes les échéances pour 2017 ont déjà été refinancées et Deutsche Telekom dispose toujours de lignes de crédit bilatérales non utilisées d'un montant de 12,9 milliards d'euros, dont 1,9 milliard d'euros sert à couvrir l'encours de billets de trésorerie. Par conséquent, toutes les dates d'expiration sont largement couvertes pour les 24 prochains mois.

T-Mobile et Sprint ont mis fin à leurs pourparlers de fusion. Masayoshi Son, le PDG de SoftBank, qui contrôle Sprint, ne veut pas vu perdre le contrôle de Sprint après fusion. Cependant, la fusion des Groupes aurait formé un concurrent féroce pour Verizon Wireless et AT&T, qui détiennent les deux premières positions sur le marché américain de la téléphonie mobile. T-Mobile est environ deux fois plus grand que Sprint.

Le lancement des discussions concernant la fusion entre T-Mobile et Sprint a été une déception pour Deutsche Telekom. T-Mobile, cependant, était le partenaire le plus fort dans les discussions et pourra vraisemblablement se développer autrement en raison de sa taille importante. L'objectif de cours moyen des analystes ressort à 17 EUR par action. Nous sommes à "Renforcer".

■ Derniers résultats

Au cours des neuf premiers mois de 2017, Deutsche Telekom a vu ses ventes augmenter de 4,2% à EUR 55,8 milliards, avec un moteur de croissance important aux Etats-Unis, où les ventes ont augmenté de 9,8%. Sur une base comparable (hors effet de change et variation de la structure du Groupe), le chiffre d'affaires diminue de 3,9%.

L'EBITDA ajusté a augmenté de 6,6%, à 17,2 milliards d'euros en raison du succès de T-Mobile (+ 17,3%) aux Etats-Unis. La marge s'est légèrement améliorée à 30,9%, dont 39,1% en Allemagne, 33,1% en Europe et 27,4% aux États-Unis.



■ GERRESHEIMER (ISIN DE000AOLD6E6 - 66,01 EUR)

■ Profil

Gerresheimer figure parmi les leaders mondiaux de la fabrication et de la commercialisation d'emballages en verre et en plastique. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- emballages et systèmes de conditionnement en plastique (55,6%) : emballages (flacons de comprimés, bouteilles en PET, compte-gouttes pour yeux, pulvérisateurs nasaux et nébuliseurs) et systèmes (inhalateurs, systèmes de délivrance de médicaments, dispositifs chirurgicaux, produits jetables de laboratoire, etc.) ;
- emballages en verre (44,4%) : emballages en verre moulé (bouteilles de sirop, flacons compte-gouttes, piluliers, pots de crème, bocal à injection, bocal de transfusion, etc.) et en verre tubulaire (tubes, fioles, ampoules, seringues, cartouches d'insuline, etc.).

Le CA par marché se ventile entre industrie pharmaceutique et sciences de la vie (83%) et autres (17% ; notamment industrie cosmétique).

A fin novembre 2016, le groupe dispose de plus de 42 sites de production dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (23,6%), Europe (33,3%), Amériques (26,4%) et autres (16,7%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,20x
Cours/Actif Net : 2,38x
Rendement : 1,71%



■ Notre opinion

Croissance stable avec un risque faible

Gerresheimer est un acteur de premier plan dans le milieu de la pharmacie et de la santé. Le Groupe est spécialisé dans la fabrication et de la commercialisation d'emballages en verre et en plastique pour médicaux et cosmétiques. L'entreprise produit annuellement près de 15,5 milliards de produits, soit 500 pièces par seconde. Le portefeuille de produits comprend à la fois des emballages pharmaceutiques et des produits pour l'administration de médicaments : stylos, inhalateurs, seringues, flacons, ampoules, flacons, etc.

En 2016, Gerresheimer a réalisé un chiffre d'affaires de 1,38 milliard d'euros, dont 83% dans le secteur pharmaceutique et de la santé, 12% dans celui des cosmétiques et 5% dans d'autres. 33% des ventes sont réalisées en Europe, 26% aux

Etats-Unis, 24% en Allemagne et 15% dans les marchés émergents.

L'année 2017 sera une année plus faible, avec une croissance du chiffre d'affaires inférieure à celle attendue par les analystes en début d'année. Ceci est principalement dû par les principaux clients qui réduisent leurs niveaux de stock. La dernière fois que cela s'est produit c'était en 2009. Habituellement, ce mouvement de réduction des stocks prend environ 12 mois. Le chemin de croissance de Gerresheimer devrait donc reprendre en 2018.

Les objectifs pour 2018 sont les suivants :

Croissance organique des ventes	4 à 5%
Marge EBITDA	23%
CAPEX / Ventes	8%
Fonds de roulement / Ventes	16%
Marge d'exploitation	13%

L'objectif à long terme est un rendement du capital employé (ROCE) d'au moins 12% et un ratio dette financière nette / EBITDA de près de 2,5x.

Gerresheimer dispose d'une solide structure financière, avec une dette financière nette de 765,8 millions d'euros. La dette financière nette par rapport aux capitaux propres et à l'EBITDA s'élève respectivement à 1,02x et 2,6x.

Le 19 mai 2018, une obligation de 300 millions EUR avec un coupon nominal de 5% (intérêt effectif de 0,5% environ) expire. Cette opération a été presque entièrement refinancée avec l'émission de 250 millions d'euros de billets à ordre en septembre 2017 d'une durée de 5, 7 et 10 ans. 240 millions d'euros sont émis avec un coupon fixe de 1,18% en moyenne.

Gerresheimer occupe une position de leader (top 3) dans le monde avec une importante base de clients (plus de 1.000 clients). Le titre offre une croissance ininterrompue et stable dans un secteur (santé & cosmétique) qui continue de croître, compte tenu du vieillissement de la population. La valorisation est également attrayante.

Nous sommes à Renforcer avec un objectif de cours à 75 EUR

■ Derniers résultats

Gerresheimer a vu ses ventes diminuer de 5,4% (-4,3% en organique) à 331,5 millions d'euros au troisième trimestre 2017. Grâce à un strict contrôle des coûts et à une efficacité opérationnelle, la baisse de 4,4% de l'EBITDA s'est traduite par une légère amélioration de la marge d'EBITDA à 23,4%. La baisse organique des ventes des neuf premiers mois de 2017 s'est élevée à 4,7%. La baisse s'explique en grande partie par le fait que les clients réduisent leurs stocks, ce qui aurait un effet ponctuel.

La dette financière nette diminue de 12,1% à 765,8 millions d'euros. Au cours du trimestre, 250 millions d'euros ont été émis avec des billets à ordre pour refinancer l'obligation qui expirera en mai 2018. Entre-temps, d'autres lignes de crédit ont été temporairement réduites.



■ Environnement

Les statistiques macroéconomiques ont conforté le sentiment des investisseurs quant à la vigueur de la croissance en Europe et aux Etats-Unis. La publication du PIB allemand pour le troisième trimestre 2017 a montré une accélération à 2,8% en rythme annuel, ce qui a surpassé largement les attentes du consensus. Il a de plus été revu à la hausse pour les deux trimestres précédents. L'embellie du commerce mondial et une phase de restockage expliquent en grande partie cette accélération de la croissance. Mais cette activité n'entraîne pas, pour l'instant de pressions inflationnistes dans la zone euro, qui se replie même de 0,3% (à 1,2% en Allemagne). La solidité des chiffres de la croissance dans la zone ont néanmoins eu pour conséquence une remontée de l'euro contre le dollar américain.

Le mois de novembre a été caractérisé par une grande dispersion des performances des marchés d'actions selon les régions. D'un côté, les marchés d'actions américains sont restés soutenus par les perspectives d'implémentation de la réforme fiscale, la nomination de Jerome Powell à la tête de la Banque centrale américaine et les bons résultats des entreprises. Par conséquent, l'indice S&P 500 a atteint un nouveau record historique (augmentant de plus de 3% au cours du mois). De manière similaire, les marchés d'actions japonais ont poursuivi leur hausse entamée depuis le début d'année (Nikkei 225 +3,2% en novembre). Les actions japonaises ont continué de profiter de bons résultats des entreprises japonaises, de la faiblesse du yen par rapport au dollar et de la victoire retentissante de la coalition au pouvoir du Premier ministre Shinzo Abe lors des élections. D'un autre côté, les marchés d'actions européens ont souffert d'une baisse de l'appétit pour le risque suite à l'appréciation de l'euro. Celle-ci suscite des craintes d'un impact négatif sur les bénéfices des entreprises dans cette zone. Au cours du mois de novembre, l'indice Euro Stoxx 50 - reprenant les 50 plus grandes capitalisations boursières de la zone euro - a baissé de 2,75%. Les marchés européens ont enregistré des baisses avec des mouvements significatifs au sein des indices en fonction des publications des résultats du troisième trimestre. Les publications de résultats inférieures aux attentes ont pu donner lieu à d'importantes prises de bénéfices, en particulier après les propos de Benoît Coeuré - vice-gouverneur de la BCE - estimant que la BCE ne pouvait recourir indéfiniment au Quantitative Easing.

Les pays émergents souffrent dans le même temps d'un certain essoufflement. Les indicateurs avancés restent bien orientés mais les bonnes nouvelles s'épuisent. Si les banques centrales resteront en soutien de l'activité,

le niveau des prix du pétrole et le tassement attendu de la croissance en Chine atténueront la vigueur de l'ensemble de la croissance de l'ensemble de la zone émergente dans les mois à venir. Une modération de la croissance chinoise (souhaitée et contrôlée par le gouvernement central) se fait de plus en plus présente: le ralentissement de l'octroi de nouveaux financements (notamment du "shadow banking") vise à assainir le système financier mais il se fait au détriment de la croissance.

Du côté des taux gouvernementaux, on a assisté à un resserrement des écarts entre les pays périphériques et l'Allemagne. La prise du pouvoir par Madrid en Catalogne n'a pas entraîné de violences, et l'Italie a profité du relèvement de sa note par S&P. Nous restons prudents sur les obligations gouvernementales, notamment allemandes et américaines.

Les marchés européens des obligations d'entreprises ont faibli en novembre et, tant les segments High Yield qu'Investment Grade ont sous performé les obligations souveraines. Il ne semble pas y avoir eu de catalyseur particulier à l'origine de l'aversion au risque qui a prédominé sur les marchés (notamment High Yield). Aussi, il est probable que ce soient les craintes à l'égard des niveaux excessifs atteints par les valorisations, en particulier par les notations les plus basses, qui ont entraîné des prises de bénéfices. La politique en Allemagne a fait la une de l'actualité après l'échec d'Angela Merkel à former une coalition. Dans la mesure où aucun accord n'a pu être conclu, les spéculations entourant de nouvelles élections, ainsi que l'avenir d'Angela Merkel en tant que chancelière se sont intensifiées. Toutefois, les événements en Allemagne ne sont guère parvenus à ébranler la confiance dans la reprise globale de la croissance en Europe.

Au cours du mois écoulé le prix du pétrole s'est renforcé de 5,5%. La hausse du prix du pétrole est liée à la fois à des éléments de marché - la hausse de la demande mondiale - et à des éléments géopolitiques avec l'épuration en cours en Arabie Saoudite sur fond de tension accrue avec l'Iran. Le pétrole a ainsi retrouvé ses plus hauts niveaux depuis plus de deux ans. La demande de pétrole continue de surprendre favorablement (près de 2 millions de barils contre une croissance traditionnelle de 1 million de baril par jour). La production de gaz de schiste aux Etats-Unis ne s'est pas envolée contrairement aux attentes. Les chiffres trimestriels des sociétés d'exploration et de production américaines révèlent une croissance de 1% de leur production. A la fin du mois, le consortium des producteurs OPEP et non-OPEP ont convenu de prolonger la réduction de la production durant toute l'année 2018, offrant ainsi un soutien supplémentaire au prix du pétrole pour une période prolongée.

■ Transactions

Au niveau des portefeuilles obligataires, nous sommes moins optimistes envers les obligations du segment High Yield. En effet, le rendement moyen offert est actuellement autour de 2% pour les obligations High Yield libellées en euros. Comme les portefeuilles obligataires sont fortement exposés à ce type d'obligations, nous prévoyons de réduire progressivement leurs poids. Ces ventes devraient intervenir sans pour autant que ne surviennent un risque spécifique sur la qualité de crédit de l'émetteur. Pour les clients, qui disposent de beaucoup de liquidités, les investissements sont dès lors orientés vers des obligations d'entreprises de qualité Investment Grade. Etant donné la faiblesse des taux d'intérêt, l'échéance des obligations récemment achetées est plus élevée qu'auparavant. Il y a eu ainsi les souscriptions dans les obligations émises par Renault avec une échéance de huit ans et par Vodafone avec une échéance de vingt ans.

Comme les rendements offerts par les obligations libellées en dollars américains sont plus élevés de 200 points de base que ceux libellés en euros, il est possible de trouver des investissements obligataires en dollars américains attrayants pour une qualité de crédit très satisfaisante. Ainsi, nous avons souscrits à l'émission de Fibria qui offre un coupon de 4% pour une échéance de dix ans. Il s'agit du plus grand producteur au monde de pâte à papier. Le groupe a pour caractéristique d'avoir des coûts en real brésiliens et la majorité de ses revenus libellés en dollars américains.

Pour les profils avec actions, nous avons vendu l'ETF iShares Global Infrastructure. Cet investissement avait été réalisé afin de bénéficier de la thématique de l'augmentation des

dépenses d'infrastructure par les autorités publiques. Douze mois plus tard, nous pensons que cette thématique ne devrait plus surperformer à court terme et ce pour deux raisons. D'une part, nous n'anticipons plus une forte hausse des dépenses d'infrastructure aux Etats-Unis. D'autre part, un environnement de hausse des taux d'intérêt devrait particulièrement affecter les actions dites d'infrastructure qui sont particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt.

Au niveau des actions individuelles, le poids de l'action ArcelorMittal a été réduit à 0,50% du portefeuille. Celle-ci est considérée par les marchés comme une 'proxy' sur la Chine et sur les prix de l'acier. Or, nous sommes moins optimistes que le marché par rapport à la croissance chinoise et anticipons un fort regain de la volatilité autour de l'action ArcelorMittal en cas de statistiques macroéconomiques décevantes en provenance de la Chine.

Nous avons vendu l'action Refresco étant donné que son potentiel de hausse est épuisé suite à l'acceptation par ses actionnaires de l'offre d'achat à près de 20 euros l'action. Le produit de cette vente a été réinvesti dans l'action de la société française SPIE. Il s'agit du leader européen des services dans les domaines de l'énergie et des communications. SPIE accompagne ses clients dans la conception, la réalisation, l'exploitation et la maintenance d'installations économes en énergie et respectueuse de l'environnement. Les motivations de cet achat sont l'exposition de l'entreprise à la reprise de la zone euro - SPIE n'est pas exposé au risque de change du dollar américain -, ses activités devraient croître à un rythme structurellement supérieur à celui de l'économie, son bilan est très sain et sa valorisation raisonnable (14x les bénéfices estimés de 2018).

Perspectives et points d'attention

- La politique de réduction d'achat d'actifs par la BCE
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- L'implémentation aux Etats-Unis des 'Trumponomics'
- La politique de change de la Chine
- Les négociations sur le Brexit

Nous préférons actuellement les actions aux obligations et aux obligations d'Etat en particulier. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, nous attachons plus d'importance aux flux de dividendes qu'aux éventuels potentiels d'appréciations de cours.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

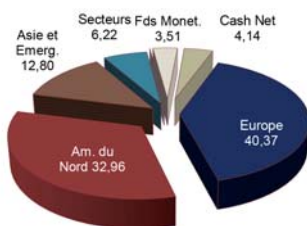
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC, diversifiés en actions. Afin de réduire le risque intrinsèque des placements en actions, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre plusieurs gestionnaires via différents Fonds (OPC, OPCVM). Le capital investi initialement n'est pas garanti. La volatilité de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) risque d'être élevée du fait de la composition du portefeuille. Aucune garantie de la performance passée du compartiment ne peut être assurée pour le futur, la VNI du portefeuille dépendant de l'évolution des marchés. Le risque de volatilité est la probabilité que le cours d'un placement à revenu variable soit soumis à des fluctuations de marché, plus ou moins fortes, entraînant une plus-value ou une moins-value du titre.

Profil de risque - SRRI

Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), le risque de concentration (risque lié à la concentration des investissements sur un secteur, une région ou un thème spécifique).

Allocation par région/secteurs en % (*)



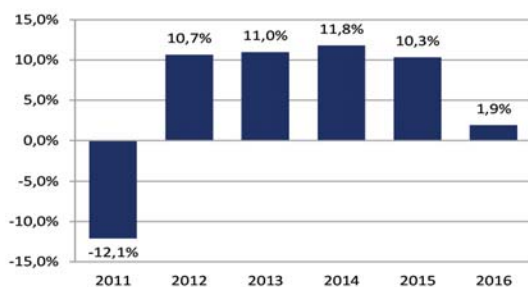
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2017	15,25€
VNI plus haut (3 novembre 2017) :	15,55€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	8,70%
3 ans rend. actuariel :	6,79%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,03%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,72%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

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 VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir un profil de risque moyen, l'investissement est largement diversifié internationalement et réparti entre différents organismes de placement collectif (OPC, OPCVM) eux-mêmes investis dans différents 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. Le capital investi initialement n'est pas garanti. La volatilité de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) peut être élevée du fait de la composition du portefeuille. Aucune garantie de la performance passée du compartiment ne peut être assurée pour le futur, la valeur nette d'inventaire du portefeuille dépendant de l'évolution des marchés.

Profil de risque - SRR1

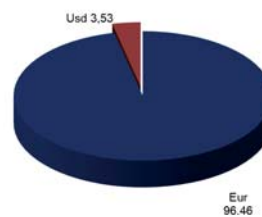
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRR1) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), le risque d'inflation (risque que l'inflation érode la valeur réelle des actifs en portefeuille), le risque lié à des facteurs externes (incertitude quant à la pérennité de l'environnement fiscal).

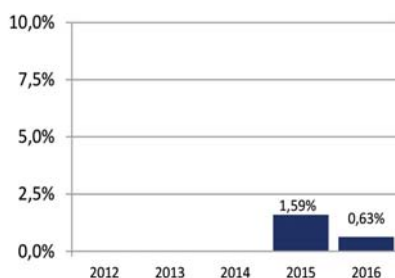
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 30 novembre 2017	10,27€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	3,59%
3 ans rend. actuariel :	1,36%
Depuis lancement rend. actuariel :	1,29%

Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,21%/an
Devise :	EUR	Basés sur les frais de l'exercice précédent :	Clos le 31/12/15
Calcul de la VNI :	Journalière	Commission de commercialisation à l'entrée max :	3% (négociable)
Date de règlement :	j+4	TOB à la sortie :	Néant
Réviseur :	Mazars	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
Administrateur :	Caceis Belgium	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
		Durée d'existence du produit :	Illimitée

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 VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

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
HASSELT	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
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 :

24 novembre 2017