

## Edito

Les débuts d'année sont traditionnellement propices aux bonnes résolutions. Les uns décident de se redonner une forme physique en pratiquant plus de sport ou en arrêtant de fumer, les autres souhaitent améliorer leur silhouette en se mettant au régime, et d'autres encore décident d'exaucer leurs vœux en découvrant de nouvelles contrées.

Les investisseurs n'échappent pas à cette tradition immémoriale et il est d'ailleurs fortement recommandé de faire objectivement le point de sa situation financière, d'en appréhender les déficiences et d'en déduire une stratégie pour les douze prochains mois. Dans cet exercice, les chargés de clientèle de Leleux Associated Brokers se veulent votre partenaire, vous faisant bénéficier de leur savoir-faire et de leur expertise.

Lors d'un rendez-vous en agence, la première étape sera de brièvement valider votre profil d'investisseur afin de s'assurer de l'adéquation de votre portefeuille avec vos attentes en matière d'investissement. Nous pourrions alors vérifier la correcte diversification de vos placements afin de prévenir les dégâts dans votre portefeuille d'une trop faible diversification en cas de recul significatif des marchés. Nous pourrions également vérifier la parfaite adéquation du service d'investissement dont vous bénéficiez. Nécessitez-vous une gestion active de votre portefeuille, souhaitez-vous bénéficier des recommandations dans le cadre de notre service de Conseil Général en Investissement ou préférez-vous disposer d'un conseil ad hoc lorsque vous en éprouvez le besoin dans le cadre de notre service de Conseil Ponctuel en Investissement ? Une fois ces choix fondamentaux opérés, votre chargé de clientèle pourra alors vous aider à définir la stratégie d'investissement la plus adéquate de votre portefeuille.

Une autre thématique à aborder en ce début d'année 2018 est la question de votre Epargne-Pension. Si vous avez moins de 60 ans et que vous exercez une activité professionnelle en Belgique, l'Epargne-Pension peut vous permettre de vous faire bénéficier d'un avantage fiscal allant jusqu'à 25% d'un montant maximal de 1.230,00 EUR. Quoi de plus simple que de mettre en place un ordre permanent mensuel de maximum 105,00 EUR vers votre portefeuille Epargne-Pension chez Leleux Associated Brokers, vous permettant d'investir progressivement, soit en lignes directes en bénéficiant de notre gestion professionnelle, soit en investissant dans les fonds dédiés à l'Epargne-Pension tel que Starfund ou encore Hermes ?

Il en va de même pour les portefeuilles titres que vous souhaitez constituer pour vos enfants ou vos petits-enfants, et ce sur du long terme. Le principe est le même que pour l'Epargne-Pension, à l'exception près qu'ici, il n'existe pas de plafonds d'investissement. Vous pouvez dès lors prévoir un ordre permanent mensuel depuis votre compte bancaire vers le portefeuille titres de vos enfants, neveux, nièces ou encore petits-enfants chez Leleux Associated Brokers, et y prévoir un Plan d'Investissement Périodique (P.I.P.) afin de souscrire automatiquement dans un fonds d'actions diversifiées, par exemple. Mois après mois, années après années, vous constituerez ainsi progressivement un capital de départ pour vos proches.

Dans ces matières, comme dans d'autres, nos soixante chargés de clientèle sont à votre disposition dans nos 30 agences, prêts à vous servir comme nous le faisons depuis nonante années désormais. Nous serons heureux de vous rencontrer prochainement et de vous présenter nos meilleurs vœux de bonheur, de prospérité et de santé pour 2018.

<b>Sommaire</b>	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

Olivier Leleux  
Président du Comité  
de Direction



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

544,58 +0,8%<sup>(1)</sup>   
+12,7%<sup>(2)</sup> 

### BEL 20 (Belgique)

3.977,88 -0,2%<sup>(1)</sup>   
+10,3%<sup>(2)</sup> 

### CAC 40 (France)

5.312,56 -1,1%<sup>(1)</sup>   
+9,3%<sup>(2)</sup> 

### DAX (Allemagne)

12.917,64 -0,8%<sup>(1)</sup>   
+12,5%<sup>(2)</sup> 

### FTSE (G-B)

7.687,77 +4,9%<sup>(1)</sup>   
+7,6%<sup>(2)</sup> 

### SMI (Suisse)

9.381,87 +0,7%<sup>(1)</sup>   
+14,1%<sup>(2)</sup> 

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.177,84 +0,7%<sup>(1)</sup>   
+14,1%<sup>(2)</sup> 

### DJIA (USA)

24.719,22 +1,8%<sup>(1)</sup>   
+25,1%<sup>(2)</sup> 

### NASDAQ (USA)

6.903,39 +0,4%<sup>(1)</sup>   
+28,2%<sup>(2)</sup> 

### TS 300 (Canada)

16.209,13 +0,9%<sup>(1)</sup>   
+6,0%<sup>(2)</sup> 

### NIKKEI (Japon)

22.764,94 +0,2%<sup>(1)</sup>   
+19,1%<sup>(2)</sup> 

### MSCI World

2.103,45 +1,3%<sup>(1)</sup>   
+20,1%<sup>(2)</sup> 

(1) Différence sur un mois

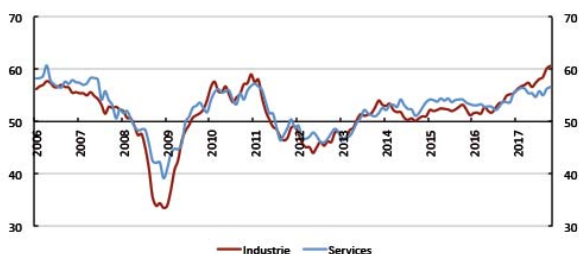
(2) Différence au 31/12/2016



Commençons cette année nouvelle par rappeler d'où nous venons : d'une grave récession économique, suivie d'une reprise très lente durant laquelle les relations familières entre les indicateurs économiques ont semblé avoir disparu. On se demande souvent si nous reviendrons à un monde tel que nous le connaissions avant, les plus pessimistes craignant que nous ne retrouvions plus jamais la même croissance réelle que par le passé. Ces pessimistes seront déçus – ou retourneront leur veste – d'apprendre que l'économie européenne a enregistré l'an dernier une croissance réelle d'environ 2,4%, qui devrait se poursuivre en 2018. La Banque centrale européenne a même relevé ses prévisions de croissance pour l'Europe en décembre. Mieux encore : cette croissance n'est pas portée par un seul facteur, puisque consommation, investissements et exportations augmentent de conserve. Et les bonnes nouvelles ne s'arrêtent pas là : la croissance est partagée par tous les pays européens – même l'Italie et la Grèce – ainsi que par une grande partie du monde.

Les pessimistes objecteront que cette croissance peut être considérée comme factice parce qu'elle est stimulée par les injections monétaires massives des banques centrales. Reconnaissons que ces dernières ont certainement joué un rôle, mais la BCE (et la Fed) a désormais légèrement refermé les vannes et nous observons que la masse monétaire n'a pas baissé, au contraire. En cause : les banques accordent à nouveau davantage de crédits aux consommateurs et le financement externe des entreprises est en hausse.

## Sentiment directeurs d'achat zone euro



De plus, les indicateurs économiques les plus récents confirment un momentum de croissance solide. La confiance des producteurs n'est en tout cas pas influencée par des scénarios catastrophistes : la demande mondiale progresse vivement et cela se reflète dans le résultat des enquêtes. L'indice PMI pour la zone euro publiée par IHS Markit est de nouveau en hausse et a atteint son plus haut niveau depuis 2011 (voir graphique). Concrètement, cela signifie que les commandes des entreprises augmentent et que les producteurs sont optimistes à court terme. C'est naturellement positif pour l'emploi (et au final pour l'inflation), ce qui nous amène dans une spirale positive sans réellement subir les inconvénients d'une économie en surchauffe.

Nous voyons également que la croissance économique est synchronisée sur une grande partie du monde : le nombre de pays où la croissance économique est supérieure à leur moyenne à long terme augmente.

Les États-Unis ont enregistré une croissance soutenue au troisième trimestre de l'an dernier, malgré l'impact des récents ouragans. La croissance réelle reste également robuste au Japon. La seule exception est le Royaume-Uni, où la dépréciation de la livre a pesé sur l'activité économique. Les effets positifs de la dépréciation de la livre, à savoir l'amélioration de la compétitivité et l'expansion dans la zone euro, n'ont pu compenser son impact négatif sur les revenus réels des ménages et sur la consommation. Dans les pays émergents, ce sont l'Inde et la Chine qui ont enregistré les taux de croissance les plus élevés. Et après de graves dépressions économiques, la Russie et le Brésil montrent des signes de reprise.

Les prévisions pour cette année formulées par la Banque centrale européenne s'inscrivent dans le prolongement de ce que nous avons connu en 2017. Les pays développés vont droit vers une croissance robuste qui ralentira à mesure que la phase d'expansion de l'économie gagnera en maturité et que l'output gap se réduira, ce qui sera principalement le cas aux États-Unis et au Japon. Pour les États-Unis, la croissance trouvera sa source dans une consommation intérieure robuste et une hausse des investissements. La contraction du marché du travail entraînera également une hausse de l'inflation et des salaires. Il existe en revanche un consensus sur le fait que la réforme fiscale du président Trump n'apportera qu'une contribution modeste à la croissance. On attend du Japon une poursuite de la reprise, portée par une hausse des exportations et une forte demande intérieure en combinaison avec des conditions de financement favorables. L'augmentation de la TVA prévue en octobre 2019 exercera finalement un impact négatif sur l'activité économique. Parmi les pays émergents, on s'attend à ce que les pays exportateurs de pétrole se montrent particulièrement performants, en particulier la Russie et le Brésil. L'incertitude politique pèse sur les investissements des entreprises et la consommation au Brésil, mais l'assouplissement de la politique monétaire et de meilleures conditions commerciales devraient faire contrepoids. La Chine et l'Inde connaîtront également une croissance soutenue, même si une stagnation, voire un ralentissement de l'expansion par rapport aux années précédentes est probable en Chine sous l'effet de la mise en œuvre des réformes structurelles prévues.

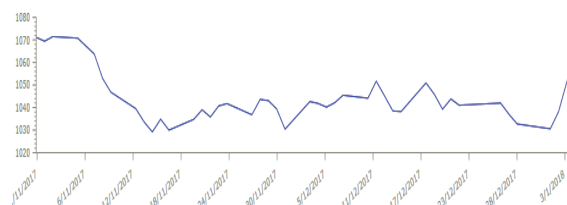
Naturellement, la BCE indique également que des risques accompagnent ces prévisions. Mais on remarquera que ceux-ci ne concernent pas le court terme. Dans un futur très proche, la BCE n'envisage que des surprises positives, à savoir une croissance plus rapide qu'attendu en raison de l'amélioration des indicateurs précurseurs. À moyen terme, un protectionnisme commercial accru, un resserrement brutal des conditions de financement, des disruptions provoquées par les réformes en Chine et/ou par les négociations du Brexit pourraient noircir le tableau.



## Europe

Alors que le dieu romain Janus est représenté par un double visage, les indices boursiers en zone euro n'ont révélé qu'une seule face de leur visage au cours de l'année 2017 : la hausse. Tout comme Janus, le mois de janvier (du latin januarius) est à la fois tourné vers le passé et vers l'avenir. Vers le passé tout d'abord, car la tendance actuelle sur les indices boursiers n'est rien d'autre que le reflet des dernières grandes données macroéconomiques publiées lors du mois de décembre (indicateurs PMI, réunion de la Banque centrale européenne ou encore l'élection en Catalogne). Vers l'avenir, car l'on remet l'ensemble des compteurs à zéro et l'on se projette dans le futur (publication des résultats annuels, négociations pour une coalition politique en Allemagne, élections en Italie, ou encore politique monétaire de la Banque centrale). Une chose est sûre à l'heure où nous écrivons ces lignes, le rendement des obligations de l'Etat belge échéant en 2023 est de 0% brut, soit un rendement net négatif. Dans ce contexte très singulier, le choix entre actions et obligations d'Etat est vite fait !

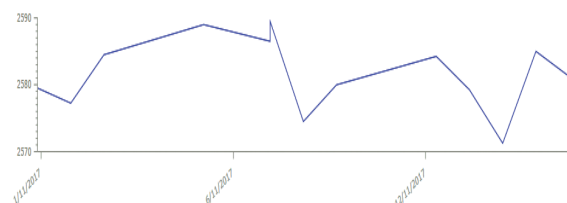
EURO STOXX 50



## États-Unis

"En ce monde rien n'est certain, à part la mort et les impôts" (Benjamin Franklin, homme politique américain). Comme nous en avons déjà parlé le mois dernier, la réforme fiscale adoptée par le Congrès américain apporte une "bouffée d'oxygène à l'économie". Or, derrière cette réduction d'impôt, certains grands groupes vont enregistrer une baisse de leurs bénéfices sur l'exercice 2017. Sans rentrer dans les méandres de la comptabilité, la réduction du taux d'imposition limite en effet la capacité des entreprises (notamment dans le secteur bancaire) à imputer leurs déficits passés (= économies d'impôts) sur leurs résultats futurs. Comme quoi, "bien mal acquis ne profite jamais".

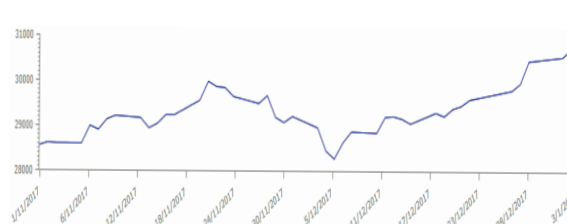
S&P 500



## Pays émergents

Une révolution économique, voire culturelle est en marche. L'année 2018 marque en effet un véritable tournant au niveau des pays émergents, elle pourrait presque être qualifiée -sans propos belliqueux- de l'année de la "revanche historique". L'Inde devrait en effet se hisser à la cinquième place mondiale dès 2018 et devancer ainsi le Royaume-Uni (source Centre for Economics and Business Research). Vous l'aurez compris, l'ancienne puissance coloniale se fait ainsi détrôner par une de ses anciennes colonies... tout un symbole !

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,40%	17/01
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	74,0	17/01
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	23/01
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,10	25/01
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	109,5	25/01
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	25/01
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,10%	26/01
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,90%	30/01
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,50%	1,50%	31/01
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	59,7	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	55,9	05/02
JAP	Produit Intérieur Brut	-	2,5%	14/02

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,41%</b>	0 <sup>(1)</sup> = -4 <sup>(2)</sup> ↓
<b>EUR</b>	
<b>0,43%</b>	+6 <sup>(1)</sup> ↑ +22 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Allemagne</b>	
<b>0,43%</b>	+6 <sup>(1)</sup> ↑ +22 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Autriche</b>	
<b>0,58%</b>	+7 <sup>(1)</sup> ↑ +16 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Belgique</b>	
<b>0,64%</b>	+7 <sup>(1)</sup> ↑ +10 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Espagne</b>	
<b>1,57%</b>	+12 <sup>(1)</sup> ↑ +18 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Finlande</b>	
<b>0,58%</b>	+5 <sup>(1)</sup> ↑ +23 <sup>(2)</sup> ↑
<b>France</b>	
<b>0,79%</b>	+10 <sup>(1)</sup> ↑ +10 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Grèce</b>	
<b>4,12%</b>	-133 <sup>(1)</sup> ↓ -299 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Irlande</b>	
<b>0,67%</b>	+8 <sup>(1)</sup> ↑ -8 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Italie</b>	
<b>2,02%</b>	+27 <sup>(1)</sup> ↑ +20 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,53%</b>	+7 <sup>(1)</sup> ↑ +17 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Portugal</b>	
<b>1,94%</b>	+7 <sup>(1)</sup> ↑ -182 <sup>(2)</sup> ↓

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

Alors que 2017 a été l'année des incertitudes politiques, 2018 pourrait être placée sous le signe de la politique monétaire et de l'inflation. Tant aux États-Unis que dans la zone euro, l'économie est actuellement caractérisée par une croissance constante, une hausse des cours des actifs, et une inflation et des taux inférieurs à la moyenne. En référence à une situation similaire dans les années 90, on évoque parfois un scénario "Boucles d'or" idéal. Cependant, une remontée brutale des taux pourrait rapidement y mettre un terme. Dans ce scénario, les banques centrales, qui ont injecté des milliards d'euros et de dollars dans l'économie ces dernières années, ont un rôle important à jouer. Aux États-Unis, la réduction de ces stimuli a déjà commencé. Les autres banques centrales suivront sans doute avec un peu de retard. La réduction de stimuli monétaires est cependant une opération délicate, et des spéculations à ce propos pourraient être porteuses de volatilité sur les marchés. La manière dont s'organiser la communication sera cruciale. Un facteur moins aisé à prévoir est l'évolution de l'inflation, qui aura également une influence sur les taux.

Comme cela a déjà été dit, la FED a un peu d'avance sur la BCE. La banque centrale américaine réduit en effet son bilan depuis octobre 2017. Trois relèvements de taux sont également intervenus en 2017, le taux atteignant 1,25-1,5% en décembre. Trois autres relèvements de taux sont prévus en 2018. L'économie américaine est donc plus avancée dans le cycle de croissance que sa pendante européenne : le taux de chômage est retombé à un niveau historiquement bas de 4,1%. Yellen l'a confirmé lors de la dernière réunion du FOMC : on attend une croissance de 2,5% pour 2018 (contre une estimation préalable de 2,1%). Elle prévoit également une stabilisation de l'inflation autour de 2%, même s'il subsiste des incertitudes concernant les mécanismes sous-jacents. Une poursuite des stimuli pourrait créer une bulle et provoquer un dérapage inflationniste. Dans la zone euro aussi, la conjoncture n'a plus été aussi favorable depuis la crise financière. Les prévisions de croissance ont été nettement revues à la hausse lors de la dernière réunion de la BCE. On s'attend ainsi à ce que l'activité économique progresse de 2,4% dans la zone euro en 2017. L'indice des directeurs d'achat

suggère également la plus forte croissance depuis le début des mesures. En revanche, l'inflation ne progresse pas. Même revues à la hausse en 2018, les prévisions inflationnistes ne dépassent toujours pas 1,7% pour 2020. Alors que Draghi affirmait encore fin 2016 qu'un tel niveau d'inflation était insuffisant, il prétend aujourd'hui avoir plus de certitudes concernant la réalisation des objectifs de la BCE. Par ailleurs, les communications sur la politique monétaire étaient identiques à celles d'octobre<sup>1</sup>. On aura cependant remarqué que Draghi n'a pas voulu répéter que les rachats d'obligations seraient graduellement réduits – et non subitement arrêtés – après fin septembre.

Il faut cependant formuler quelques remarques à ce propos. Ainsi, une hausse brutale de l'inflation pourrait accélérer la réduction des achats d'obligations et entraîner une hausse subite des taux. Si les investisseurs ne l'anticipent pas, cela pourrait propager une violente onde de choc sur les marchés financiers. Un tel phénomène s'est déjà produit en 2013 aux États-Unis<sup>2</sup> : l'annonce par la FED d'une réduction de son programme de rachat avait semé la panique parmi les investisseurs et provoqué des ventes massives sur le marché obligataire. En outre, une forte hausse des taux pourrait être néfaste pour le niveau d'endettement élevé que connaissent de nombreux pays. Aux États-Unis, la composition de la FED sera un facteur déterminant. La réunion de mars 2018 sera la première organisée sous la présidence de Jerome Powell. On lui prête à peu près la même vision que Janet Yellen. Beaucoup dépendra par conséquent du reste du conseil des gouverneurs. S'il se compose principalement de "faucos", les taux pourraient augmenter plus rapidement que prévu. On s'intéressera également aux conséquences des réductions d'impôts et à la manière dont la FED y réagira. Si les stimuli fiscaux contractent encore le marché du travail et déclenchent un regain d'inflation, un relèvement supplémentaire des taux pourrait s'imposer. Mais le scénario inverse est également possible. Si le creusement du déficit budgétaire est tel que le consommateur craigne pour son financement, celui-ci pourrait différer ses dépenses, ce qui refroidira l'économie et mettra en péril la hausse des taux.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

<sup>1</sup> La BCE continuera à racheter des obligations au moins jusqu'en septembre 2018. Le montant des interventions baissera cependant de 60 à 30 milliards d'euros par mois en janvier 2018. De plus, il a été confirmé que les taux directeurs ne seraient relevés que longtemps après l'arrêt des rachats d'obligations.

<sup>2</sup> Également appelé "Taper Tantrum".

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Les marchés du crédit américain ont clôturé l'année sur une note positive, contenant la pression des taux alors que la Banque centrale américaine a procédé à sa troisième hausse des taux d'intérêt de 25 points de base pour l'année. Les avancées du projet de loi américain sur la réforme fiscale ont dominé le flux de nouvelles en décembre. Le plan de réforme fiscale des Etats-Unis tant attendu s'est finalement concrétisé. Les réductions d'impôts devraient stimuler l'économie américaine, bien que l'impact à court terme sur les marchés du crédit soit moins certain, car le plafonnement de la déductibilité des intérêts pourrait peser sur certains émetteurs. A plus long terme, le plafonnement de la déductibilité des intérêts pourrait conduire à des niveaux d'endettement des émetteurs moins élevés que par le passé.

Les marchés européens du crédit ont réalisé des performances supérieures aux attentes en 2017. Néanmoins, une petite partie de cette performance a été perdue en décembre. Cette tendance a été plus prononcée pour le segment "investment grade", qui a davantage souffert du "sell off" sur les marchés de taux, contrairement au segment "high yield" étant moins sensible aux taux. Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises ont encore diminué au cours du mois de décembre. Parmi les nouvelles les plus médiatisées de l'actualité au cours du mois, Steinhoff international, détaillant de meubles coté à Francfort, a exposé des irrégularités comptables au sein de l'entreprise.

L'Eonia s'est établi en moyenne à -35 points de base. L'excédent de liquidité a augmenté à près de 1.900 milliards d'euros en raison de la poursuite des achats d'actifs par la BCE. La courbe des taux anticipée de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut pour les échéances courtes et vers le bas pour les échéances longues. Le fait que les valeurs de la courbe restent négatives jusqu'à la mi-2020 environ est cohérent avec les anticipations par les intervenants de marché d'un taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE sur une période prolongée.

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

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

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/12/17	Variation depuis 31/12/16
<b>Investment Grade</b>	1,04%	-13
AAA	0,97%	1
AA	0,67%	0
A	0,90%	-5
BBB	1,23%	-27
<b>High Yield</b>	2,69%	-56

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/12/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,50%	17
OLO 5 ans	-0,14%	26
OLO 7 ans	0,22%	34
OLO 10 ans	0,64%	10
OLO 30 ans	1,69%	9

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	BMW	1,125%	10.01.2028	100,30%	1,09%	I+	XS1747444831	1.000
EUR	OMV	1,000%	14.12.2026	99,16%	1,10%	S+++	XS1734689620	1.000
TRY	IBRD	0,000%	24.02.2020	79,00%	11,42%	I+++	XS1568905969	10.000
USD	AT&T	2,625%	01.12.2022	98,15%	3,03%	S+++	US00206RBN17	2.000
USD	Baker Hughes	3,337%	15.12.2027	99,50%	3,40%	I+	USU05693AB92	2.000
ZAR	EIB	8,500%	17.09.2024	101,95%	7,93%	I+++	XS1110395933	10.000

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)

**0,83**      -0,8%<sup>(1)</sup> ↘  
-12,4%<sup>(2)</sup> ↘

## GBP/EUR (G-B)

**1,13**      -0,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,0%<sup>(2)</sup> ↘

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

**0,74**      -1,0%<sup>(1)</sup> ↘  
-9,0%<sup>(2)</sup> ↘

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10**      +0,5%<sup>(1)</sup> ↗  
-7,7%<sup>(2)</sup> ↘

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

**13,42**      -0,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-0,2%<sup>(2)</sup> ↘

## CHF/EUR (Suisse)

**0,85**      +0,1%<sup>(1)</sup> ↗  
-8,4%<sup>(2)</sup> ↘

## AUD/EUR (Australie)

**0,65**      +2,4%<sup>(1)</sup> ↗  
-4,9%<sup>(2)</sup> ↘

## CAD/EUR (Canada)

**0,66**      +1,7%<sup>(1)</sup> ↗  
-6,3%<sup>(2)</sup> ↘

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,92**      0,00<sup>(1)</sup> =  
+5,9%<sup>(2)</sup> ↗

## PLN/EUR (Pologne)

**0,24**      +0,5%<sup>(1)</sup> ↗  
+5,3%<sup>(2)</sup> ↗

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

**0,32**      +0,7%<sup>(1)</sup> ↗  
-0,4%<sup>(2)</sup> ↘

## SEK/EUR (Suède)

**0,10**      +1,5%<sup>(1)</sup> ↗  
-2,5%<sup>(2)</sup> ↘

(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

Hormis une légère baisse de l'euro entamée après l'annonce de la victoire des indépendantistes catalans aux élections régionales, l'euro a enregistré une légère progression sur le mois de décembre vis-à-vis du dollar.



## GBP/EUR

La livre sterling continue de faire du yoyo vis-à-vis de l'euro. Bref, "rien de nouveau sous le soleil", la devise reste encrée entre les 1,11 et 1,15 EUR depuis près de 4 mois.



## TRY/EUR

Dans son dernier communiqué, la Banque centrale a laissé entendre qu'une hausse des taux d'intérêt serait envisageable à l'avenir, affirmant que sa "politique monétaire restrictive" serait maintenue jusqu'à ce que les perspectives d'inflation montrent une amélioration "significative".



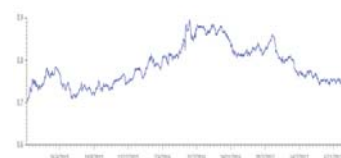
## NOK/EUR

Les dernières données fournies par la Banque de Norvège laissent entrevoir un resserrement de la politique monétaire en janvier 2019, voire peut-être dès la fin 2018. Une telle remontée des taux était jusqu'à présent attendue au premier semestre 2019. La couronne norvégienne, qui s'était sensiblement affaiblie ces derniers temps, s'est renchérie sur le mois de décembre.



## JPY/EUR

La Banque du Japon (BoJ) a maintenu sans surprise sa politique monétaire inchangée. La BoJ a maintenu son taux négatif de 0,1% pour les dépôts bancaires, et indiqué qu'elle comptait poursuivre son programme de rachats d'obligations publiques pour faire en sorte que leur rendement à 10 ans reste proche de 0%.



## AUD/EUR

Sur fond de rebond des cours des matières premières, le dollar australien a retrouvé des couleurs sur le mois de décembre.





## Performance boursière

Le taux à 10 ans a progressé de 6 points de base au mois de décembre, passant de 0,57% fin novembre à 0,63% fin décembre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a également progressé de 6 points de base à 1,11%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Les SIR affichent un return relativement faible (+0,1%) en décembre. Les plus fortes baisses sont Montea (-6,1%) et Ascencio (-3,1%). Les progressions les plus rapides sont à mettre à l'actif de Befimmo (+4,8%), WDP (+2,5%) et Intervest Offices & Warehouses (+2,5%). Pour l'ensemble de l'année 2017, le return moyen (coupons compris) des SIR belges s'établit à 1,0%; la meilleure performance revient à XIOR (+18,1%) et la plus faible à Vastned Retail Belgium (-12,4%).

## Information financière

Care Property Invest rachète le centre de services de soins et de logement "Residentie Moretus" (150 unités) et le groupe de logements à assistance "Park Kemmelberg" (31 unités) pour respectivement 23 et 7 millions EUR. Ces immeubles généreront un loyer dès le 1<sup>er</sup> janvier 2018. L'opération sera en partie financée à partir du produit de l'augmentation de capital, le solde par dette.

Befimmo achètera sous condition suspensive le bâtiment ARTS 56 (Bruxelles) à AXA pour un montant total d'environ 116 millions EUR. Le bâtiment combine une superficie totale de 21.000 m<sup>2</sup>, un taux d'occupation de 98% et des revenus locatifs bruts annuels de 5,2 millions EUR (4,5%). Befimmo prévoit de boucler l'opération au premier trimestre 2018. L'achat ajouterait 0,16 EUR au BPA et porterait l'endettement global de 37,48% (30/09/2017) à 40,27%.

Warehouses Estates Belgium (WEB) a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 7,3% à 17,2 millions EUR au cours de l'exercice qui se termine le 30 septembre. Le résultat courant a progressé de

6,4% à 12,8 millions EUR. Le portefeuille immobilier s'est accru de 12,9% à 255,7 millions EUR et présente un rendement locatif moyen de 7,3%. Le taux d'endettement a progressé à 39,27%, mais reste ainsi parmi les plus bas des SIR belges. Le taux d'occupation s'élevait à 95,17%. Le dividende brut a progressé de 0,01 EUR à 4,45 EUR par action.

Aedifica a acheté trois sites de logements pour seniors en Allemagne pour 27,5 millions EUR. Ils présentent un rendement de 5% sur une période de 20 ans. Les trois sites comptent 186 unités au total. L'achat sera intégralement financé par dette. Cofinimmo a acheté deux maisons de repos en Allemagne pour 26,5 millions EUR. La première (Gelsenkirchen) date de 1998 et compte 109 lits. Elle affiche un rendement locatif de 6,2%. La maison de repos "Azurit Seniorezentrum Riesa" est un projet de nouvelle construction de 15,1 million EUR assorti d'un rendement attendu de 5,7%. Le projet compte 138 lits et la réception est prévue en mai 2018.

Retail Estates achète trois parcs retail (83 unités – 134.580 m<sup>2</sup>) pour 254 millions EUR et un rendement initial de 6,54%. Le taux d'occupation de ces trois parcs dépasse les 99% depuis plus de 15 ans. L'acquisition est intégralement financée par dette, ce qui porte le ratio d'endettement à 59%. Avec cette opération qui représente 18% de la valeur de portefeuille totale au 30 septembre, Retail Estates étend sensiblement sa présence aux Pays-Bas (la valeur du portefeuille néerlandais est multipliée par cinq). Comme les banques qui fournissent des crédits à Retail Estates imposent un taux d'endettement maximal de 60%, les acquisitions de 2018 devront être financées par actions, via apport en nature ou augmentation de capital.

Intervest Offices a acquis un site industriel à Zellik pour 13,8 millions EUR. La superficie totale s'élève à 26.000m<sup>2</sup>, pour un rendement initial brut d'environ 8%. Le site héberge également une installation photovoltaïque d'une valeur de 1,5 million EUR. L'investissement est entièrement financé par l'émission d'actions nouvelles à 20,7 EUR par action. Le taux d'endettement retombe ainsi à 45,7%.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/11/17	31/12/16	31/12/16		
Aedifica	78,72	-1,6%	17,5%	17,5%	24,6	3,1%
Care Property Invest	18,56	-1,0%	0,5%	0,5%	29,6	3,7%
XIOR	38,99	0,0%	18,1%	18,1%	27,9	3,1%
Home Invest Belgium	88,72	-0,8%	-2,1%	-2,1%	28,9	5,0%
QRF	24,38	0,3%	-9,4%	-9,4%	15,7	5,5%
Retail Estates	73,81	1,4%	1,3%	1,3%	15,0	4,7%
Vastned Retail Belgium	45,00	0,6%	-12,4%	-12,4%	18,4	5,4%
Ascencio	56,03	-3,1%	-10,5%	-10,5%	13,5	6,0%
Wereldhave Belgium	95,25	1,6%	-7,3%	-7,3%	16,9	5,3%
Warehouses Estates Belgium	60,05	-1,6%	-6,2%	-6,2%	15,4	5,8%
Leasinvest Real Estate	96,00	0,3%	-3,4%	-3,4%	18,9	5,0%
Befimmo	53,55	4,8%	7,0%	7,0%	14,3	6,5%
Cofinimmo	109,75	1,3%	6,1%	6,1%	16,9	5,0%
Montea	42,95	-6,1%	1,4%	1,4%	16,6	5,1%
WDP	93,43	2,5%	15,4%	15,4%	16,9	4,8%
Intervest Offices & Warehouses	22,49	2,5%	-0,1%	-0,1%	14,5	6,3%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



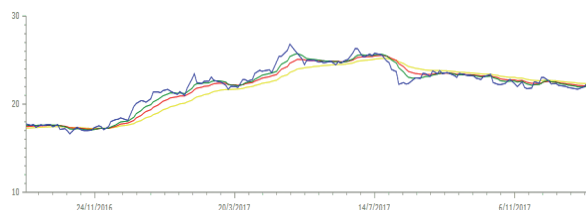
## ■ SPIE (ISIN FR0012757854 - 23,22 EUR)

### ■ Profil

SPIE est spécialisé dans les prestations de services multi-techniques dans les domaines du génie électrique, mécanique et climatique, des systèmes de communication ainsi que des services spécialisés liés à l'énergie. Le groupe assure la conception, la réalisation, l'exploitation et la maintenance d'installations économes en énergie et respectueuses de l'environnement.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,97x  
Cours/Actif Net : 2,20x  
Rendement : 2,85%



### ■ Notre opinion

#### L'histoire de la croissance reste intacte

SPIE est un leader européen indépendant dans les prestations des services multitechniques dans le domaine de l'énergie et de la communication. SPIE accompagne ses clients dans la conception, la construction, l'exploitation et la maintenance d'installations économes en énergie et respectueuses de l'environnement. SPIE compte près de 600 sites dans 38 pays et 38 000 collaborateurs. En 2016, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 5,1 milliards d'euros et un résultat d'exploitation consolidé de 352 millions d'euros.

SPIE organise sa croissance autour de trois activités :

1. Services mécaniques et électriques (44% des ventes), comprenant les activités d'installation et d'amélioration des systèmes mécaniques et électriques.
2. Services de technologies de l'information et de la communication (22%), relatifs à l'installation, à l'amélioration, à l'exploitation et à la maintenance des systèmes de communication vocale, des données et des images.
3. Gestion technique des installations (35%), qui concerne la gestion technique des installations et les services requis pour leur fonctionnement.

SPIE opère sur un marché plutôt fragmenté, ce qui offre des opportunités d'acquisitions. Au cours des 10 dernières années, les acquisitions ont entraîné une croissance supplémentaire de 3,4% chaque année.

Il y a des facteurs structurels qui continueront à soutenir la croissance. Plus de travail externalisé par les clients, de plus en plus de technologies sont utilisées dans le fonctionnement des bâtiments, en outre les clients s'intéressent de plus en plus à l'amélioration de l'efficacité énergétique de leurs bâtiments.

Les activités françaises représentent près de 50% du chiffre d'affaires, ce qui comporte des risques, s'il devait y avoir un ralentissement de l'économie française. En revanche, ce sont les activités françaises qui offrent les meilleures marges du Groupe. Il existe donc des opportunités pour augmenter les marges du Groupe, en exportant les « meilleures pratiques » vers les autres unités du Groupe.

#### Conseil

Le cours de SPIE a chuté en juillet quand il s'est avéré qu'un certain nombre de clients au Royaume-Uni ne paieraient probablement pas leurs commandes et que le Brexit a également entraîné une diminution des commandes. Ce problème ne s'est plus produit au troisième trimestre et le cours de l'action a commencé à se redresser à partir de novembre.

La valorisation relative de SPIE reste attrayante, avec une décote de près de 25% par rapport à la moyenne du secteur.

Name	Close	FY17E PER	FY18E PER	P/B	FY17E Yld	FY18E Yld
ALSTOM	34,79	20,2	18,9	2,06	1,2%	1,4%
VALLOUREC SA	4,60	Loss	Loss	0,79	0,0%	0,2%
KION GROUP	68,68	18,6	16,2	2,69	1,4%	1,8%
AALBERTS INDUSTRIES	43,20	21,5	19,9	3,44	1,4%	1,6%
CNH INDUSTRIAL	10,91	27,6	20,2	3,26	1,3%	1,9%
GEA GROUP	41,58	22,4	18,9	3,05	2,1%	2,4%
ANDRITZ	47,34	16,3	15,5	3,87	3,3%	3,6%
DUERR	105,00	18,8	17,9	4,24	2,1%	2,1%
METSO	29,52	26,1	19,4	3,32	3,6%	3,8%
MAN	94,60	49,0	33,4	2,51	3,2%	3,2%
WARTSILA OYJ	54,60	24,3	19,8	4,87	2,5%	2,7%
KONE OYJ	43,98	23,2	22,6	8,69	3,7%	3,9%
<b>SPIE SA</b>	<b>23,22</b>	<b>16,3</b>	<b>13,8</b>	<b>2,61</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,8%</b>
Average		23,7	19,7	3,49	2,2%	2,4%

### ■ Derniers résultats

Au cours des neuf premiers mois de 2017, le chiffre d'affaires de SPIE a progressé de 17,4% à 4,3 milliards d'euros, grâce aux acquisitions de l'année écoulée et à la reprise des activités en France. La marge d'EBITA a diminué à 5,7%, conformément aux attentes. Les problèmes ponctuels identifiés au Royaume-Uni au deuxième trimestre n'ont pas eu d'impact supplémentaire.

L'EBITA a augmenté de 7,9% à 247,6 millions d'euros. Le résultat d'exploitation est resté pratiquement inchangé (-1,7%) en raison des coûts de réorganisation et des activités abandonnées.

L'endettement financier net au 30 juin 2017 s'élève à 1,9 milliard d'euros soit 4,0 fois l'EBITDA annualisé. La position de trésorerie était de 340 millions + 150 millions d'euros de lignes de crédit. En outre, aucune dette n'expirera en 2018 ou 2019.





## UNIBAIL-RODAMCO (ISIN FR0000124711 - 224 EUR)

### Profil

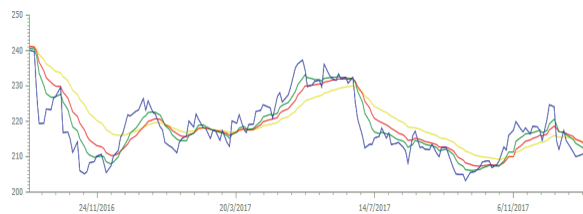
Unibail-Rodamco est le leader européen de l'immobilier commercial. Les loyers nets par type d'actifs se répartissent comme suit :

- centres commerciaux (83,3%) ;
- bureaux (10%) ;
- espaces de congrès et d'expositions (6,7%).

A fin 2016, le patrimoine immobilier, est évalué, en valeur brute de marché, à 40,5 Mds EUR.

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,8x
Cours/Actif Net :	1,08x
Rendement :	5,1%



### Notre opinion

#### Unibail-Rodamco lance une offre sur Westfield Corporation

Unibail-Rodamco lance une offre sur Westfield Corporation (WFD AU) et offre 7,55 USD (ou 10,01 AUD) par action Westfield. Cela correspond à une prime de 17,8% sur le cours de clôture du 11 décembre 2017, soit une valeur d'entreprise de 24,7 milliards USD.

Westfield Corporation est un Groupe de centres commerciaux verticalement intégré qui détient des participations dans 35 centres commerciaux aux États-Unis et au Royaume-Uni pour un total d'environ 6.400 magasins et une valeur totale de près de 32 milliards USD. Le Groupe compte dans le monde entier près de 2.000 employés.

#### Financement de l'offre

Unibail-Rodamco (UL NA) offre 7,55 USD par action Westfield, dont 65% par l'émission de près de 38,7 millions de nouvelles actions UL et le solde (5,6 milliards USD) en numéraire. Pour chaque action WFD, Unibail-Rodamco propose :

- 0,01844 action Unibail-Rodamco et
- 2,67 USD en espèces.

Après la clôture de l'offre, les actionnaires d'Unibail-Rodamco détiendront 72% du Groupe australien et les actionnaires de Westfield en conserveront 28%. Unibail-Rodamco prévoit que l'offre sera clôturée au deuxième trimestre de 2018.

Avant l'offre, Westfield devra céder 90% de OneMarket (anciennement : Westfield Retail Solutions) par le biais d'une scission sur la bourse australienne. OneMarket recevra environ 200 millions de dollars en espèces suite à l'opération et Don Kingsborough sera le nouveau PDG, tandis que Steven Lowry (actuel co-PDG de WFD) fera partie du comité de direction.

#### Argumentation concernant l'offre

- Une valeur des actifs bruts de 61,1 milliards d'euros, ou une capitalisation boursière pro forma de 31,1 milliards d'euros;
- Actif dans 27 pays avec 104 centres commerciaux pour 1,2 milliard de visiteurs par an;
- Possède un pipeline de développement de 12,3 milliards d'euros;
- Génération de 100 millions d'euros de synergies;
- Opération relative à partir de 2019;
- Une notation de crédit attendue à l'issue de l'opération dans la catégorie "A", avec un ratio Loan-to-Value de 39%;
- Le Groupe bénéficie du statut REIT en France, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

#### Conseil

L'offre sur Westfield Corporation est non seulement un changement drastique de la taille d'Unibail-Rodamco, mais aussi modifie le profil de risque du Groupe. Après tout, une grande partie du chiffre d'affaires proviendra désormais des devises liées au dollar et à la livre sterling. En attendant que l'opération se termine avec succès, nous éviterons d'investir sur l'action. Nous avons fixé un objectif de cours indicatif à 200 EUR par action.

### Analyse technique

Techniquement parlant, UL s'inscrit dans une tendance franchement baissière. En conséquence, les investisseurs se heurtent dangereusement à l'orientation principale. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très baissière plaide souvent pour de plus amples sous-performances.

La résistance majeure se situe à 225,90 EUR. Le support majeur se situe à 204,50 EUR.

A ce jour, le profil de risque d'Unibail-Rodamco résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## VGP (ISIN BE0003878957 - 58,300 EUR)

### Profil

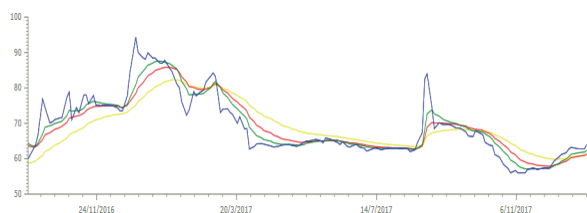
VGP est spécialisé dans la détention, le développement et la gestion d'actifs immobiliers semi-industriels situés en Europe centrale et en Allemagne.

A fin 2016, le portefeuille immobilier du groupe, d'une surface brute locative totale de 416 158 m<sup>2</sup>, s'élève, en valeur de marché, à 682,5 MEUR.

La répartition géographique des revenus locatifs bruts est la suivante : Allemagne (34,1%), République Tchèque (23,7%) et autres (42,2%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 10,75x  
Cours/Actif Net : 2,08x  
Rendement : 3,40%



### Notre opinion

#### Ambition pour devenir une valeur de rendement

##### Profil

Depuis sa création en 1998, VGP s'est bâti une solide réputation en tant que développeur et exploitant d'actifs industriels et logistiques. En 2016, VGP a accéléré sa croissance grâce à la joint-venture 50%/50% conclue avec Allianz Real Estate pour une durée de 10 ans. L'investissement initial s'est élevé à 500 millions d'euros et sera étendu à 1,5 milliard d'euros.

Au 30 juin 2017, le portefeuille immobilier a une valeur de 500 millions d'euros avec un taux d'occupation des contrats de location de 100%. Le portefeuille de la joint-venture avec Allianz (100%) a une valeur de 844 millions d'euros avec un taux d'occupation de 100%. La durée moyenne du portefeuille total est de 10,2 ans, dont 14,1 ans pour le portefeuille propre et 8,1 ans pour la joint-venture avec Allianz.

### Résultat premier semestre 2017

Au premier semestre 2017, les revenus locatifs de VGP ont diminué de 30,4% à 9,1 millions d'euros. Ceci s'explique pleinement par le transfert d'une partie des actifs à la joint-venture avec Allianz. Sans ce transfert, les revenus locatifs auraient augmenté de 19,5%. Pour la même raison, la coentreprise, qui enregistrait encore une perte de 3,3 millions d'euros au premier semestre 2016, a désormais apporté une contribution positive de 15,2 millions d'euros. Le résultat d'exploitation a augmenté de 262% à 17,8 millions d'euros, en raison, entre autres, de la baisse des coûts de financement. Cela s'est traduit par un bénéfice net de 62,5 millions d'euros.

Chiffres (K EUR)	S1 2016	S1 2017	Δ %
Revenus locatifs bruts	13.085	9.111	-30%
Part dans le résultat des coentreprises	-3.279	15.167	n.a.
Résultat opérationnel	4.921	17.812	262%
Bénéfice net	42.738	62.457	46%
EPS de base	2,30	3,36	46%

### Structure financière

Au 30 juin 2017, VGP avait une dette financière nette de 356,7 millions d'euros, portant le ratio d'endettement (dette nette / actif total) à 34,9%. Presque la totalité de la dette financière est à taux fixe. En décembre 2018, il y aura une obligation de 74,5 millions d'euros (coupon nominal de 5,10%) qui arrivera à échéance. Après cela, il n'y aura plus de dates d'échéance jusqu'en mars 2023 ! Dans la JV, l'endettement financier net s'élève à 486,8 millions d'euros (100%) avec un ratio d'endettement de 54,4%. Il n'y a pas de prêts qui expirent avant 2026.

### Le flottant s'est amélioré

Bart Van Malderen et Jan Van Geet (CEO), les deux actionnaires de référence de VGP, ont vendu une partie de leur participation. 4.524.569 actions existantes (24,35%) du capital ont été offerts à 56 EUR par action. En conséquence, le flottant a augmenté à 34,48%.

### Conseil

2017 sera une année prometteuse. Au premier semestre, le groupe a déjà réalisé un bénéfice par action de 3,4 EUR. À partir de 2018, VGP augmentera progressivement son taux de distribution de 40% à 60%. En ce qui concerne la valorisation, l'objectif de prix moyen du consensus est de 70 EUR (potentiel + 20%).

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ WEB (ISIN BE0003734481 - 60,20 EUR)

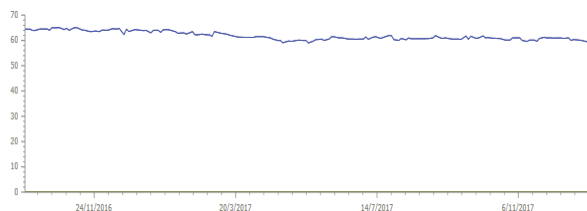
### ■ Profil

Warehouses Estates Belgium est une Société Immobilière Réglementée publique (SIR) spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers d'entreprise.

A fin septembre 2017, le patrimoine immobilier totalisait une surface locative de 302.360 m<sup>2</sup> pour une valeur de marché de 255,7 MEUR répartis essentiellement par type d'actifs entre immeubles commerciaux (66% ; 131.831 m<sup>2</sup>), immeubles industriels, entrepôts et halls (20,2% ; 146.419 m<sup>2</sup>) et bureaux (12,4% ; 24.110 m<sup>2</sup>). La totalité du patrimoine en valeur est réalisée en Belgique.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,68x
Cours/Actif Net :	1,41x
Rendement :	5,75%



### ■ Notre opinion

#### Rendement élevé – démarrage lent des M&A

##### Warehouses Estates Belgium (WEB)

Warehouses Estates Belgium (WEB) est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans les immeubles commerciaux (66% du portefeuille), les immeubles industriels, entrepôts et halls (20,2%) et les bureaux (12,4%). Au 30 septembre 2017, WEB avait un portefeuille immobilier estimé à 255,75 millions d'euros pour une superficie de 302.360 m<sup>2</sup> et un taux de 95,2% d'occupation. Le rendement moyen du portefeuille est d'environ 7,3%.

57,8% du portefeuille immobilier est situé à Gosselies, dont 17,4% à Gosselies Nord.

#### Risque de concentration résolu : la croissance prend du retard

Jusqu'à la mi-2015, les immeubles situés à Gosselies Nord représentaient 28,55% du portefeuille immobilier, ce qui est plus élevé que les 20% qui sont admis (comme risque de concentration) par le législateur. Par conséquent, le ratio d'endettement (Gearing) de WEB ne pouvait pas excéder les 33%.

En juillet 2015, un échange d'actifs a été organisé avec la famille Wagner : 14 bâtiments de la zone Gosselies Nord (pour une valeur de 18,8 millions d'euros et d'âge moyen de 22 ans) ont été échangés contre deux bâtiments (Bultia

Village en Hainaut et Le Beau Bien à Charleroi, la valeur de l'investissement : 19,2 millions d'euros avec un âge moyen de 3 ans) avec un rendement légèrement inférieur à l'investissement. Cet échange d'actif a permis de faire diminuer le poids de Gosselies Nord dans le portefeuille, à 19,28% (17,40% aujourd'hui). In fine, le Groupe WEB peut augmenter sa dette au niveau maximum légal de 65%.

Au cours de l'exercice 2015/2016, les investissements se sont élevés à 17,7 millions d'euros et à 16,3 millions d'euros au cours de l'exercice 2016/2017.

#### Structure financière

Depuis l'échange de bâtiments en 2015, la limitation du taux d'endettement (<33%) pour WEB n'a plus besoin d'être. Les investissements réalisés par WEB jusqu'à présent ont conduit à un taux d'endettement de 39,27% au 30 septembre 2017. Il y a donc toujours une marge de progression du portefeuille sans avoir à faire appel aux actionnaires.

Le 30 septembre 2017, près de 80% des emprunts sont à taux fixe. Le coût de financement moyen était de 1,66%, y compris les coûts des swaps de taux d'intérêt.

En raison des éléments ci-dessus, la société immobilière WEB enregistre l'un des coûts de financement les plus bas parmi l'ensemble des SIRs. Combinée avec un portefeuille d'actifs au rendement élevé, la marge brute ressort également sur un niveau parmi les plus élevés (différence entre le rendement du portefeuille et du coût de financement moyen).

#### Conseil

Le titre Warehouses Estates Belgium est correctement valorisé : nous estimons que l'objectif se situe à 62 EUR par action (par la méthode DCF). De plus, le rendement du dividende est très attrayant. Nous prévoyons également que la société continuera à croître / investir au cours de l'exercice 2017/2018.

### ■ Derniers résultats

En 2016/2017, les revenus locatifs de WEB ont progressé de 7,3% à 17,2 millions d'euros. La croissance résulte de l'acquisition du centre commercial de Saint-Georges-sur-Meuse pour 20,8 millions d'euros et d'un rendement initial de 5,9%. En conséquence, le portefeuille immobilier a une valeur de 255,7 millions d'euros, avec un taux d'occupation de 95,2%.

Le résultat net courant a augmenté de 4,8% à 11,1 millions d'euros, la nouvelle acquisition ne contribuant qu'au résultat sur cinq mois. Le bénéfice courant net par action s'élève à 3,49 EUR.

La valeur liquidative IFRS s'élevait à 48,61 EUR par action, l'action est donc cotée avec une prime de 23,4%. Le taux d'endettement au 30 septembre 2017 était de 39,27%. WEB versera un dividende brut de 3,45 EUR par action, ex-coupon le 12 janvier 2018 et payable le 16 janvier 2018.

# Gestion de portefeuilles

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Le mois de janvier est l'occasion de faire une synthèse sur les éléments marquants de l'année écoulée qui expliquent la performance des portefeuilles en gestion discrétionnaire. Ces commentaires sont d'application pour les portefeuilles qui étaient en gestion discrétionnaire au début de l'année 2017 et qui sont restés dans le même profil au cours de l'année.

Au niveau des marchés, on a pour 2017 :

- Excellente performance des actifs risqués (return à deux chiffres) par rapport aux actifs non risqués (return proche de zéro)
- Plus de la moitié de la hausse de l'année sur les marchés des actions a été réalisée lors du premier trimestre 2017
- Absence de volatilité sur les marchés d'actions mondiaux
- Appréciation généralisée de l'euro par rapport aux autres devises et en particulier la baisse du dollar américain par rapport à l'euro de 12,4% pour 2017

Au niveau des benchmarks, on a pour 2017 :

- Un return positif pour chaque profil de risque
- Au plus le profil est agressif (exposition aux actifs risqués est élevée), au plus la performance du benchmark est élevée

La stratégie d'investissement suivie en 2017 dans les portefeuilles en gestion discrétionnaire a reposé sur les éléments suivants :

- La surpondération des actifs risqués
- La surpondération du dollar américain
- La surpondération des actions de la zone euro et des actions de qualité (actions à dividende élevé et actions "value")

Au niveau de la performance des portefeuilles sans actions (profil 1-Bass et profil 2-Baryton-Bass), on a :

- Pour le profil 1-Bass, cette stratégie a très bien fonctionné. En sous-pondérant très fortement les obligations souveraines et en surpondérant les obligations plus risquées (comme les obligations hybrides, les obligations "high yield" et les obligations perpétuelles à taux révisables (Aegon, Casino et ING Perpetual Var). De plus, il n'y a eu aucun problème spécifique sur un émetteur détenu en portefeuille au cours de l'année écoulée. Pour rappel, dans le profil 1-Bass, nous

investissons exclusivement dans des obligations libellées en euros. En conséquence, la moyenne des portefeuilles dans le profil-type 1-Bass a réalisé en 2017 un return annuel de 5,8% et un excess return impressionnant de 540 points de base par rapport au benchmark.

- Le profil 2-Baryton-Bass, qui est investi pour 65% du portefeuille comme dans le profil 1-Bass, a bénéficié des facteurs décrits ci-dessus. Néanmoins, deux facteurs ont pesé sur la performance de 2017 des portefeuilles avec le profil 2-Baryton-Bass. D'une part, le poids de 22% alloué aux obligations libellées en dollar américains dans ce type de portefeuille. L'impact est négatif étant donné que celui-ci a perdu plus de 12% par rapport à l'euro au cours de l'année écoulée. D'autre part, notre sélection de SIR individuelles a peu progressé au cours de l'année écoulée. D'ailleurs, leur progression a été nettement moins forte que celle réalisée par l'indice des sociétés immobilières de la zone euro. Celui-ci a progressé de près de 15% sur l'année 2017 suite à la forte progression des sociétés immobilières allemandes et des sociétés européennes actives dans l'immobilier résidentiel. In fine, le profil-type 2-Baryton-Bass a réalisé un return annuel de 2,7% et un excess return de 0,8% par rapport au benchmark.

Au niveau de la performance des portefeuilles avec actions, on a qu'au plus le profil est agressif (sa exposition en actifs risqués est élevée), au plus la performance sur l'année 2017 a été élevée : 2,3% pour le profil 3-Baryton, 3,2% pour le profil 4-Tenor, 3,9% pour le profil 5-Alto et 4,9% pour le profil 6-Soprano. Il est important de constater que l'essentiel de la performance de 2017 a été réalisée sur les trois premiers mois de l'année. Par exemple, un portefeuille avec le profil 6-Soprano a réalisé un return de 4,02% au premier trimestre 2017 par rapport à un return de 4,86% pour la totalité de 2017.

La performance des portefeuilles avec actions est inférieure en 2017 à celle des benchmarks. La sous-performance a été d'autant plus forte que le profil de risque du portefeuille est élevé. Ainsi, on a une sous-performance de 1,1% pour le profil 3-Baryton par rapport à une sous-performance de 3,2% pour le profil 6-Soprano. Les principales raisons de cette sous-performance par rapport aux benchmarks sont :

- La surpondération en obligations en dollar américain dans la partie Fixed Income
- La surpondération de la thématique des actions de qualité - qui ont nettement sous-performé en 2017 - les indices d'actions plus large
- La sous-performance de la sélection des valeurs individuelles de la zone euro et des actions immobilières

- Le coût fiscal lié aux arbitrages réalisés en septembre pour mettre en ligne les OPC détenus dans les portefeuilles avec les recommandations Mifid II.

Cette sous-performance a été d'autant plus importante que le profil de risque du portefeuille est élevé. En effet, les facteurs mentionnés plus haut ont un impact d'autant plus élevé que le poids des actions dans le portefeuille est élevé. Une dernière raison tient au fait que la surpondération en actifs risqués a été d'autant plus forte que le profil de risque est faible : au plus, on peut sous-pondérer la partie Fixed Income du portefeuille, au plus il y a une marge de manœuvre pour surpondérer les autres classes d'actifs du portefeuille (Alternatives et Equities).

En fait, il est recommandé de comparer la performance d'un portefeuille à son 'peer group'. En effet, le benchmark ne tient pas compte des frais liés à la gestion, des frais de transaction et de la fiscalité (TOB, précompte mobilier sur les revenus d'intérêt et sur les plus-values obligataires). Par contre, le "peer group" tient compte de ces différents frais. Par "peer group", nous faisons référence à un panier d'OPC patrimoniales promues par les principales banques actives en Belgique et qui ont un profil de risque comparable au portefeuille géré par le département de gestion de Leleux Associated Brokers. La performance en

2017 des portefeuilles avec actions est en ligne avec leur "peer group". Par rapport au peer group, le profil 3-Baryton réalise un excess return de 0,49%, le profil 4-Tenor a une performance quasi-identique et le profil 5-Alto est en-dessous de 0,53%. L'écart pour le profil 6-Soprano est beaucoup plus important que pour les autres profils de risque. La principale raison est que la concurrence a en rythme de croisière une exposition en actions beaucoup plus élevée que les portefeuilles de la gestion discrétionnaire : 75% par rapport à 65%. En outre, les portefeuilles de la gestion discrétionnaire ont deux biais par rapport au "peer group". Premièrement, une part plus importante des actions est consacrée aux actions de la zone EMU. Deuxièmement, le profil de risque est plus défensif. Ces deux biais expliquent la meilleure performance des portefeuilles de la gestion discrétionnaire en début d'année. En effet, il y a eu une nette surperformance des actions de la zone euro par rapport aux actions du reste du monde durant le premier trimestre 2017 et les indices des marchés d'actions ont quelque peu reflué au cours du deuxième trimestre de l'année 2017. Par contre, au second semestre de l'année 2017, ces facteurs se sont inversés et les portefeuilles de la gestion discrétionnaire ont sous-performé leurs "peers" puisque les actions de la zone euro ont sous-performé les actions mondiales et les marchés d'actions hors Europe n'ont cessé de progresser.

## 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
- Les élections en Italie
- La politique de réduction des quotas pétroliers par l'OPEP

**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

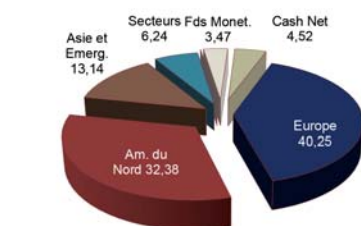
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements 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 % (\*)



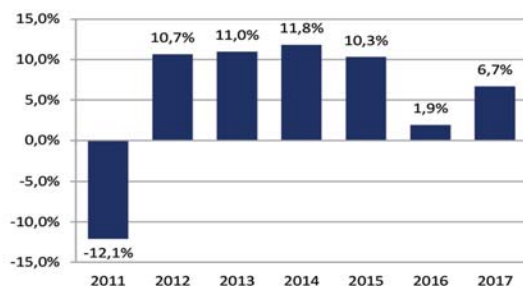
SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Allocation par devise en % (\*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 29 décembre 2017	15,36€
VNI plus haut (3 novembre 2017) :	15,55€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	7,87%
3 ans rend. actuariel :	6,30%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,07%

### 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](http://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](mailto: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](mailto: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

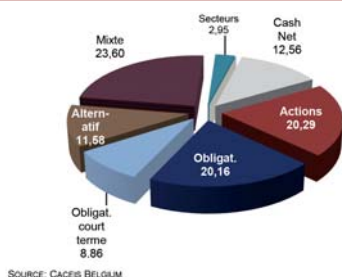
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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 - SRRI

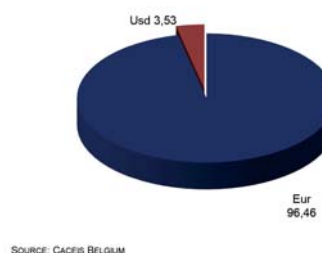
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de 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).

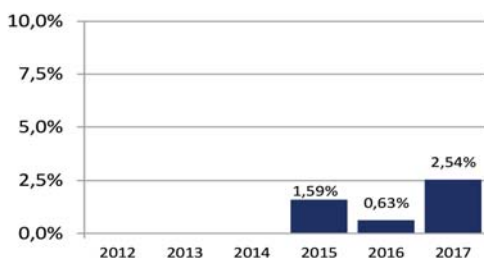
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



### Allocation par devise en % (\*)



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 29 décembre 2017	10,32€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	2,74%
3 ans rend. actuariel :	1,60%
Depuis lancement rend. actuariel :	1,41%

### 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](http://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](mailto: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](mailto: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.

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

**Internet:** <http://www.leleux.be>

**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

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

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

Responsable de la rédaction :

**Olivier Leleux**

Date de rédaction :

**29 décembre 2017**