

## Edito

Le beurre, l'argent du beurre et le sourire de la crémière. C'est ainsi que certains résumant les promesses faites par les partisans de la sortie de la Grande Bretagne de l'Union Européenne préalablement au référendum du 23 juin 2016. Des milliards de livres sterling allaient être économisés, des montants gigantesques allaient être réinvestis dans le système de santé publique britannique, la Grande Bretagne allait récupérer sa souveraineté en matière de politique d'immigration et de politique commerciale et allait s'investir en champion de la dérégulation sur le continent européen. Ils promettaient ainsi de meilleurs accords commerciaux que ceux négociés par l'Union Européenne. Ils promettaient ainsi de mieux protéger les travailleurs britanniques du mouvement de globalisation.

Il n'aura pas fallu attendre plus de huit heures après les résultats officiels du référendum pour que Nigel Farage, un des leaders du mouvement prônant la sortie du Royaume Uni, annonce que la promesse de réinvestir dans le système de santé publique les fameux 350 millions de livres sterling payés par la Grande Bretagne à l'Union Européenne ne pourra pas être tenue. Dix jours plus tard, Monsieur Farage démissionnera de la présidence de son parti politique UKIP, estimant sa tâche accomplie. Aujourd'hui, les autres nombreuses promesses formulées par les partisans du Brexit semblent s'évaporer au fur et à mesure que s'approche la date effective de sortie du Royaume Uni, à savoir le 31 mars 2019. Et ses plus fervents partisans démissionnent les uns après les autres, à l'instar des ministres Boris Johnson ou David Davis. Du côté de la société civile, Jim Ratcliffe, un des hommes les plus riches du Royaume Uni et grand partisan du Brexit quitte son pays natal pour s'installer à Monaco, après avoir transféré le siège de ses sociétés en Suisse. Le fameux Brexit tant souhaité ne tiendrait-il plus ses promesses ?

Et pour cause, à force de promettre tout et son contraire, il survient un moment où l'irréalisme des

promesses référendaires se heurte à la dure réalité du terrain. Poussons le raisonnement jusqu'à réinstaller une frontière physique entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord puisque, au même moment, on refuse la libre circulation des personnes, des biens et des services ? Comment réussir à négocier en quelques mois des accords commerciaux privilégiés meilleurs que ceux négociés depuis des dizaines d'années par la Commission européenne, lorsque l'on ne représente que 12% du nombre de consommateurs potentiels et que l'on ne dispose pas des négociateurs nécessaires ? Et les mêmes questions se posent dans de multiples domaines, tels que la sécurité nucléaire (comment effectuer les contrôles de sécurité sans les experts d'Euratom ?), l'aéronautique (comment établir les plans de vol sans le programme "ciel unique" ?), etc .

Les entreprises britanniques, ainsi que leurs homologues établies en Grande Bretagne, prennent leurs dispositions. De nombreux sièges sont transférés vers l'Union Européenne pour permettre la continuité de leurs activités et assurer l'accès au marché unique après le 31 mars 2019. D'autres constituent des filiales en Europe pour transférer une partie de leurs activités. Des villes comme Dublin, Paris, Bruxelles, Amsterdam, Milan, Vienne ou La Valette assistent à l'arrivée d'anciens résidents londoniens qui accompagnent les organisations pour lesquelles ils travaillent.

A la vue d'un chaos annoncé, qui provoquera sans nul doute d'importants dégâts à l'économie britannique et à l'économie européenne, il est impérieux de se poser les bonnes questions lorsqu'il s'agit de décisions aussi conséquentes. A quelques mois des élections européennes, où dans tant d'Etats membres, les partis populistes émergents proposent des solutions simplistes, il importe de se demander : face à une mondialisation de plus en plus forte et de plus en plus rapide, avons-nous besoin de plus d'Europe ou de moins d'Europe ? Et se poser la question, c'est déjà y répondre.

<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)

558,42 -2,8%<sup>(1)</sup> ↘  
+2,5%<sup>(2)</sup> ↗

### BEL 20 (Belgique)

3.740,71 -4,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-6,0%<sup>(2)</sup> ↘

### CAC 40 (France)

5.406,85 -1,9%<sup>(1)</sup> ↘  
+1,8%<sup>(2)</sup> ↗

### DAX (Allemagne)

12.364,06 -3,4%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,3%<sup>(2)</sup> ↘

### FTSE (G-B)

7.432,42 -4,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,3%<sup>(2)</sup> ↘

### SMI (Suisse)

8.973,56 -2,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,4%<sup>(2)</sup> ↘

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.042,34 -3,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,3%<sup>(2)</sup> ↘

### DJIA (USA)

25.964,82 +2,2%<sup>(1)</sup> ↗  
+5,0%<sup>(2)</sup> ↗

### NASDAQ (USA)

8.109,54 +5,7%<sup>(1)</sup> ↗  
+17,5%<sup>(2)</sup> ↗

### TS 300 (Canada)

16.262,88 -1,0%<sup>(1)</sup> ↘  
+0,3%<sup>(2)</sup> ↗

### NIKKEI (Japon)

22.865,15 +1,4%<sup>(1)</sup> ↗  
+0,4%<sup>(2)</sup> ↗

### MSCI World

2.175,50 +1,0%<sup>(1)</sup> ↗  
+3,4%<sup>(2)</sup> ↗

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2017



L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a augmenté en juin : la poursuite du redressement des services ayant compensé le recul modéré du secteur manufacturier. En rythme trimestriel, l'indice des directeurs d'achat s'est établi au deuxième trimestre 2018 à un niveau légèrement supérieur à la moyenne du trimestre précédent.

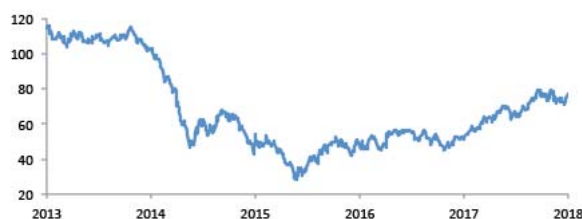
Dans le même temps, les risques à la baisse pesant sur l'économie mondiale se sont intensifiés, sur front de mesures et de menaces des Etats-Unis relatives à des hausses des droits de douane et de possibles représailles de la part des pays concernés. La première vague de droits de douane sur les importations chinoises est entrée en vigueur le 6 juillet et d'autres taxes américaines sont prévues. Les autorités chinoises ont dévoilé leur intention d'introduire des mesures de représailles. L'administration américaine a également ouvert une nouvelle enquête sur les importations de véhicules et de pièces détachées automobiles. Globalement, si toutes les menaces de mesures devaient être mises en œuvre, le taux moyen de droits de douane aux Etats-Unis atteindrait un niveau inédit depuis cinquante ans. Cela constitue un risque sérieux pour les perspectives d'évolution du commerce et de l'activité au plan mondial à court et moyen terme.

Globalement, la politique monétaire dans les économies avancées demeure accommodante mais se sont légèrement durcies pour les économies émergentes. Aux Etats-Unis, la banque centrale a accru ses taux directeurs en juin, conformément aux anticipations. Dans le contexte d'une accélération de l'inflation et d'un durcissement des conditions sur le marché du travail, les responsables de la banque centrale américaine ont également révisé à la hausse la trajectoire du taux des fonds fédéraux, portant à quatre le nombre total de relèvements de ce taux en 2018, au lieu des trois précédemment attendus. Le regain de tensions mondiales et l'appréciation du dollar se sont traduits par un léger durcissement des conditions financières pour les économies émergentes. En Chine, les prix des actions ont également reculé et le renminbi a été confronté à des tensions à la baisse. Dans l'ensemble, la volatilité s'est accrue sur les marchés boursiers mondiaux et les prix des actions des secteurs soumis au commerce mondial ont subi des pressions à la baisse. La Banque d'Angleterre a augmenté ses taux d'intérêt pour la deuxième fois depuis la crise financière de 2008. Elle a ainsi porté son taux directeur de 0,50% à 0,75%. Entre le risque du Brexit et son combat contre l'inflation, la banque centrale a privilégié le second. La Banque du Japon maintient ses rendements à dix ans à un niveau proche de zéro, conformément à son programme de maîtrise de la courbe des rendements. Parmi les économies émergentes, la Russie et le Brésil ont gardé leurs taux d'intérêt inchangés ces derniers mois, tandis que la Turquie et l'Argentine ont fortement relevé les leurs sur fond de fortes tensions sur les marchés financiers. La Chine a continué de durcir les conditions financières intérieures afin de contenir les risques pesant sur le système financier.

Les indicateurs relatifs au commerce mondial ont enregistré un ralentissement de la dynamique des échanges. Les importations mondiales de marchandises se sont contractées inversant la forte croissance enregistrée au premier trimestre, et l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation s'est inscrit en recul. D'autres indicateurs des échanges commerciaux, comme les mesures liées aux chaînes de valeur mondiales, se sont également affaiblis. Globalement, ces indicateurs font état d'un ralentissement des échanges au deuxième trimestre 2018.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a atteint 2,9 % en juillet 2018 contre 2,8% en juin. Cette hausse résulte des prix de l'énergie, tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement baissé. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a légèrement augmenté dans la zone OCDE, pour s'établir à 2,1% comparé à 2% en juin 2018. L'inflation devrait continuer de s'accroître à court terme à la suite du redressement des prix du pétrole. À plus long terme, le recul progressif des capacités de production inutilisées devrait également soutenir l'inflation sous-jacente.

## Prix du pétrole (USD)



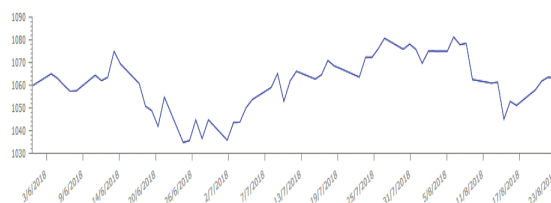
Les prix du pétrole sont demeurés globalement stables dans un contexte plutôt volatil. Les prix du Brent ont augmenté, passant de 72 dollars le baril mi-juin à près de 80 dollars au début juillet avant de glisser jusqu'à près de 70 dollars le baril à la mi-août pour ensuite rebondir et terminer le mois d'août au niveau de 78 dollars le baril. L'effet sur les prix du pétrole de l'annonce faite le 22 juin par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de son intention d'accroître son offre a été relativement modéré jusqu'à présent. Tandis que les marchés avaient anticipé une hausse de la production d'un million de barils par jour, les contraintes de capacité dans de nombreux pays de l'OPEP suggèrent une augmentation de l'offre de pétrole plus réduite à court terme. De plus, les prix du pétrole ont été soutenus par la forte demande de pétrole mondiale, les tensions géopolitiques en rapport avec l'Iran et les troubles politiques au Venezuela et en Libye. Les prix des matières premières hors pétrole ont fléchi d'environ 10 % depuis juin. La baisse des prix des métaux s'explique en partie par le fléchissement de la demande en Chine et les craintes d'une possible guerre commerciale.



## Europe

Durant la période estivale, alors que certains vacanciers choisissent la couleur de leur(s) maillot(s) de bain(s), les investisseurs expérimentés savent que l'été peut vite tourner au cauchemar. Certes, les mois de juillet et août sont peu « meurtriers » d'un point de vue statistique (septembre étant le mois le plus volatil), mais l'histoire montre que l'été peut parfois être très chaud : invasion du Koweït par l'Irak en 1990, faillite de la Russie en 1998, ou encore crise des dettes souveraines en zone euro en 2011. Cette année, hormis quelques "clapots" géopolitiques (crise en Italie, crise turque, etc.) l'été boursier s'est bien passé sur les indices boursiers en Europe, et même très bien passé au regard du début d'année. Concernant à présent les résultats du T2 2018, les revenus et bénéfices publiés sont ressortis en moyenne 1% au-dessus des attentes et en croissance de 5% chacun.

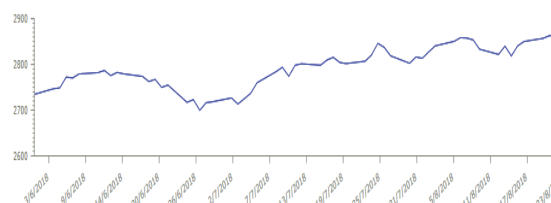
EURO STOXX 50



## États-Unis

La physique est la science qui tente de comprendre, de modéliser, voire d'expliquer les phénomènes du monde qui nous entoure. Dans cette discipline, on y apprend que les "arbres ne montent pas jusqu'au ciel", or si tel est bien le cas en physique, il semble que la Bourse n'est pas faite du même bois. En effet, les indices boursiers américains semblent s'être défaits de l'attraction terrestre qui nous retient au sol. Concernant les résultats du T2 2018, la gravitation ne semble pas non plus opérer : les bénéfices sont ressortis en moyenne en progression de 25%, soit 5,5% au-dessus des attentes. L'importante baisse d'impôt voulu par Donald Trump semble bien fonctionner à plein régime.

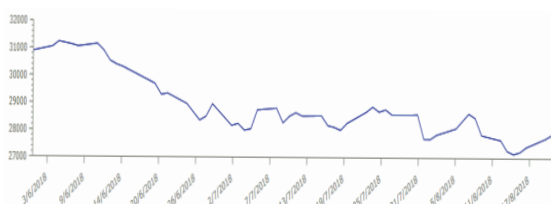
S&P 500



## Pays émergents

Comme souligné lors du débat des stratégies à Finance Avenue l'année dernière : "l'homme reproduit toujours les mêmes erreurs". Récemment, la hausse du dollar américain a de nouveau inquiété les marchés émergents. Pourquoi ? Et bien tout simplement parce que certains pays émergents ont émis de la dette en dollar américains. Dans les années 90, les pays d'Asie avaient fait la même erreur, l'Argentine l'avait faite au début des années 2000, etc.

HANG SENG



### Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,60%	14/09
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	17/09
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	67,0	18/09
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	19/09
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,30	24/09
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	101,2	24/09
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,00%	1,75%	26/09
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,10%	27/09
EMU	Confiance économique	-	111,6	27/09
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,10%	28/09
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	57,6	61,3	01/10
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	56,8	58,5	03/10

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,86%</b>	-10 <sup>(1)</sup> ↓ +46 <sup>(2)</sup> ↑
<b>EUR</b>	
<b>0,33%</b>	-12 <sup>(1)</sup> ↓ -10 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Allemagne</b>	
<b>0,33%</b>	-12 <sup>(1)</sup> ↓ -10 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Autriche</b>	
<b>0,55%</b>	-6 <sup>(1)</sup> ↓ -3 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Belgique</b>	
<b>0,70%</b>	-4 <sup>(1)</sup> ↓ +7 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Espagne</b>	
<b>1,47%</b>	-7 <sup>(1)</sup> ↓ -9 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Finlande</b>	
<b>0,47%</b>	-7 <sup>(1)</sup> ↓ -14 <sup>(2)</sup> ↓
<b>France</b>	
<b>0,68%</b>	-5 <sup>(1)</sup> ↓ -10 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Grèce</b>	
<b>4,40%</b>	+44 <sup>(1)</sup> ↑ +29 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Irlande</b>	
<b>0,86%</b>	-4 <sup>(1)</sup> ↓ +19 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Italie</b>	
<b>3,24%</b>	+52 <sup>(1)</sup> ↑ +122 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,45%</b>	-8 <sup>(1)</sup> ↓ -8 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Portugal</b>	
<b>1,92%</b>	+18 <sup>(1)</sup> ↑ -2 <sup>(2)</sup> ↓

(1) Différence sur un mois  
en points de base

(2) Différence au 31/12/2017  
en points de base

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

Bien que les États-Unis aient combiné appréciation du dollar, croissance économique soutenue et hausse de l'inflation cet été, aucune modification des taux d'intérêt n'a été annoncée au terme de la réunion de la Fed du 01/08. L'institution a cependant qualifié la croissance économique de "forte" et non plus de "solide", ce qui laisse présager une poursuite des relèvements trimestriels des taux. Cela n'aurait d'ailleurs rien d'étonnant au vu des indicateurs du deuxième trimestre, qui font état d'une croissance économique de 4,1% sur base annuelle. Pour ce qui concerne l'inflation, il a simplement été indiqué qu'elle restait proche de 2% et que les prévisions restaient inchangées. Il se pourrait cependant que ces prévisions sous-estiment l'inflation de la deuxième moitié de l'année. Le chômage se situe actuellement à un niveau inférieur au taux considéré comme optimal par la Fed. La politique commerciale américaine actuelle pèse également sur les prix. On saura donc rapidement s'il faut s'inquiéter d'une surchauffe de l'économie. Mais il se pourrait aussi que les effets positifs de la baisse des impôts commencent à se dissiper l'an prochain, précisément au moment où les conséquences du durcissement de la politique monétaire pourraient commencer à se faire sentir davantage. Ceci provoquerait à son tour à un ralentissement de la croissance économique, ce qui pourrait encourager la Fed à différer les hausses des taux prévus. Donald Trump a également dévoilé en juillet qu'il n'était pas favorable aux relèvements des taux par la Fed. Une déclaration extrêmement inhabituelle, puisqu'elle suscite des doutes concernant l'indépendance de la banque centrale. Le président de la Fed lui-même était également visé. Selon Donald Trump, il ne satisfait pas aux attentes. Mais Jerome Powell a déjà déclaré qu'il ne se laisserait pas influencer et que la banque centrale appliquerait sa stratégie de manière strictement apolitique. Cela implique qu'elle poursuit deux objectifs : inflation de 2% et un emploi maximal. Puisque ces deux objectifs sont atteints, des relèvements progressifs des taux se justifient. Le qualificatif "progressifs" revêt toutefois une grande importance, parce qu'il s'agit de concilier deux

risques : alors qu'un relèvement trop rapide des taux pourrait provoquer une récession, un relèvement trop lent pourrait entraîner une surchauffe de l'économie et la formation de bulles.

Dans la zone euro, la BCE n'a apporté aucun infléchissement significatif à sa politique malgré quelques turbulences en Turquie et en Italie. En d'autres termes : les taux d'intérêt seront au moins maintenus au même niveau jusqu'à l'automne 2019. Les taux augmenteront ensuite progressivement. La BCE table cependant sur le fait que la croissance économique reste suffisamment robuste pour éviter une contamination des zones à problèmes. Mais elle ne se laisse pas influencer par les accusations du président américain concernant une manipulation des monnaies. Donald Trump affirme que la BCE affaiblit délibérément l'euro (par sa politique des taux bas) afin de compenser les droits d'importation imposés par les États-Unis. La BCE a réfuté ces accusations et a rappelé que les deux zones monétaires se trouvaient à des stades différents du cycle économique. La banque a également rappelé que ces projets étaient indépendants des indicateurs économiques entrants. Les derniers indicateurs économiques publiés étaient en tout cas positifs. Le PMI aurait progressé et les prix et salaires restent soumis à une pression haussière. Pourtant, les prévisions de croissance future sont retombées à leur plus bas niveau en deux ans. L'inquiétude suscitée par un protectionnisme croissant constitue ici un facteur important : une escalade de la guerre commerciale aurait des effets néfastes significatifs sur les volumes d'exportation, la confiance et les investissements. Beaucoup dépendra évidemment du nom du successeur de Mario Draghi à partir d'octobre 2019. Jusqu'ici, Jens Weidmann (partisan de relèvements des taux) est considéré comme le favori. Mais des rumeurs selon lesquelles la chancelière allemande Angela Merkel préférerait fournir le prochain président de la Commission européenne à celui de la BCE ont relancé les spéculations. Le nouveau grand favori, Erkki Liikanen, se trouverait plutôt sur la ligne Draghi.

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Durant l'été, les performances des titres à revenus fixes américains ont été globalement positives avec une surperformance des bons du Trésor américain par rapport aux obligations émises par les entreprises. Paradoxalement, les investisseurs ont recherché les actifs à revenus fixes américains tant risqués que les valeurs-refuges. L'optimisme des investisseurs a été conforté par la solidité des bénéficiaires et des perspectives des entreprises, l'absence de défaut sur les obligations et les répercussions limitées de la volatilité des marchés émergents. Néanmoins, les développements en Argentine et en Turquie ont contribué à la surperformance des obligations américaines. D'un point de vue technique, les obligations "high yield" ont également été soutenues par le volume relativement faible de nouvelles émissions et une forte augmentation des flux d'entrées dans la classe d'actifs.

Les marchés de crédit européens ont sous-performé leurs homologues américains, touchés par la contagion de la Turquie et les inquiétudes concernant les prochaines négociations budgétaires en Italie. En particulier, le segment financier européen du marché s'est affaibli en raison des craintes d'une exposition des banques européennes aux actifs turcs et italiens. La BCE a quant à elle poursuivi ses préparatifs en vue de réduire son bilan dans un contexte de croissance relativement robuste dans la zone euro, et ce malgré les difficultés liées aux guerres commerciales. Néanmoins, la BCE a tenu à souligner la nécessité de faire preuve de prudence. Les obligations des marchés émergents ont connu un été très volatile avec des événements spécifiques dans plusieurs pays qui ont pesé sur le sentiment au cours de la période.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré à un niveau de -36 points de base. Les intervenants de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt directs pour les horizons plus longs. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à octobre 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêts directs négatifs.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Août 2018	total 2018
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	0,6%	1,7%
Etats-Unis (\$)	0,9%	-0,7%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	0,0%	-0,4%
Etats-Unis (\$)	0,4%	-1,9%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	0,0%	-0,1%
Etats-Unis (\$)	0,7%	2,3%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/08/18	Variation depuis 31/12/17
<b>Investment Grade</b>		
AAA	1,29%	26
AA	1,15%	14
A	0,67%	3
A	1,08%	18
BBB	1,59%	37
<b>High Yield</b>	3,80%	80

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/08/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,32%	1
OLO 2 ans	-0,50%	0
OLO 5 ans	-0,02%	12
OLO 7 ans	0,27%	4
OLO 10 ans	0,70%	7
OLO 30 ans	1,65%	-4

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CHF	Korea Water	0,150%	20.09.2023	100,00%	0,15%	I++	CH0429659623	5.000
EUR	VGP	3,500%	19.03.2026	101,00%	3,35%	NR	BE0002611896	1.000
EUR	K+S	2,625%	06.04.2023	102,25%	2,07%	S+++	XS1591416679	1.000
GBP	IADB	1,375%	15.12.2024	99,75%	1,42%	I+++	XS1873152638	1.000
NOK	KBC IFIMA	2,050%	04.10.2023	101,20%	1,80%	I+	XS1872428948	10.000
USD	Pfizer	3,000%	15.09.2021	99,85%	3,05%	I+	US717081EM19	1.000

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)

**0,86** +0,8%<sup>(1)</sup>   
+3,5%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,12** -0,5%<sup>(1)</sup>   
-0,8%<sup>(2)</sup>

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

**0,78** +1,5%<sup>(1)</sup>   
+5,0%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10** -1,9%<sup>(1)</sup>   
+1,3%<sup>(2)</sup>

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

**13,41** -0,1%<sup>(1)</sup>   
-0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,89** +3,0%<sup>(1)</sup>   
+4,0%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,62** -2,4%<sup>(1)</sup>   
-4,7%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,66** +0,5%<sup>(1)</sup>   
-0,3%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,88** -0,8%<sup>(1)</sup>   
-1,0%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,23** -0,4%<sup>(1)</sup>   
-2,6%<sup>(2)</sup>

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

**0,31** -1,8%<sup>(1)</sup>   
-4,8%<sup>(2)</sup>

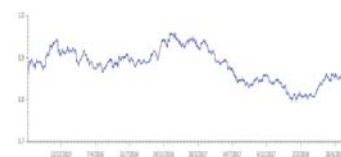
## SEK/EUR (Suède)

**0,09** -3,4%<sup>(1)</sup>   
-7,7%<sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2017  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25%  
par rapport à l'euro

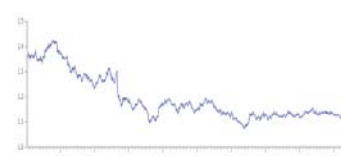
## USD/EUR

La période estivale a été très volatile -et c'est peu dire- sur la parité EUR/USD, avec un plus haut à 1,18 USD et un plus bas à 1,13 USD. Les raisons : poursuite du risque politique en Italie, discours Jerome Powell (FED), frasques de Donald Trump, etc.



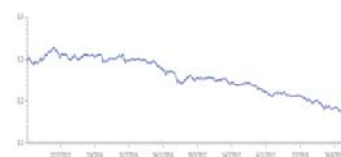
## GBP/EUR

Avec la poursuite des incertitudes concernant le Brexit, la livre sterling s'est un peu repliée ces dernières semaines. Toutefois, la volatilité reste très mesurée au regard des mouvements qui eurent lieu en 2017, ou encore en 2016.



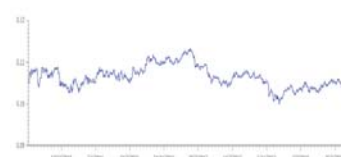
## TRY/EUR

Comme nous l'avions déjà mentionné, le président Erdogan a demandé à tous les Turcs de convertir leurs dollars et euros en livres turques. C'est un acte désespéré. Récemment, ce dernier fait le tour d'Europe pour "quémander" de l'argent à certains Etats.



## NOK/EUR

En raison de la récente hausse de l'inflation et des mouvements saccadés du pétrole, la NOK reste encore mal orientée. En outre, quid des prochaines décisions de la Norges Bank concernant l'évolution du taux directeur ?



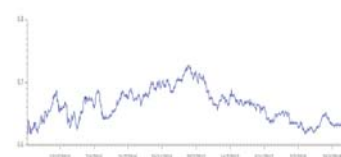
## JPY/EUR

Une fois n'est pas coutume, la volatilité reste de mise.



## AUD/EUR

La grave crise politique en Australie pèse lourdement sur la devise.





## Performance boursière

Le taux belge à long terme a connu un été volatil pour clôturer la période à un niveau quasi-inchangé de 0,70% fin août 2018. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour nos valorisations) a présenté la même évolution et a clôturé le mois à 1,38%, la courbe des taux restant inchangée.

Ces deux derniers mois, les SIR ont engendré un return total (coupons inclus) de 1,6%. Les plus fortes baisses étaient QRF (-13,8%) et Wereldhave Belgium (-6,1%). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de WDP (+12,0%), Montea (+9,9%) et Retail Estates (+7,2%).

Onze SIR ont publié leurs résultats trimestriels pendant l'été, dont celles que nous mentionnons qui figurent dans nos portefeuilles discrétionnaires.

## Information financière

Befimmo a publié des résultats trimestriels conformes à ses prévisions. Le résultat d'exploitation avant résultat sur portefeuille a reculé de 1,6% à 59,2 millions EUR. L'absence de plus-values réalisées combinée à des réévaluations négatives a donné lieu à un bénéfice net de 38,7 millions EUR, contre 94,5 millions EUR pour la première moitié de l'année 2017. La valeur totale du portefeuille a progressé de 6,2% à 2.630,0 millions EUR, avec un taux d'occupation de 94,05%. La VNI EPRA s'élevait à 57,71 EUR par action. Les perspectives pour 2018 ont été confirmées.

Cofinimmo a vu son résultat opérationnel avant résultats sur portefeuille progresser de 5,1% à 81,6 millions EUR. Le résultat net du cœur d'activité (hors résultats financiers et revalorisation des instruments de couverture) s'élevait à 68,2 millions EUR. La valeur totale du portefeuille s'élevait à 3,6 milliards EUR fin juin 2018, avec un taux d'occupation de 94,6%. La VNI EPRA s'élevait à 93,26 EUR par action. Cofinimmo a confirmé un résultat net courant de 6,51 EUR (en baisse de 3 centimes d'euros par rapport aux prévisions initiales) par action ainsi qu'un dividende brut de 5,50 EUR par action en 2018.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/06/18	31/12/17	31/08/17		
Aedifica	4,9%	4,9%	4,0%	1,0%	25,3	3,1%
Care Property Invest	1,1%	1,1%	2,8%	2,5%	22,8	3,8%
XIOR	0,8%	0,8%	5,3%	10,9%	26,6	3,2%
Home Invest Belgium	2,3%	2,3%	1,6%	-1,7%	26,5	5,3%
QRF	-13,8%	-13,8%	-24,4%	-24,8%	11,3	7,9%
Retail Estates	7,2%	7,2%	12,5%	14,2%	14,2	4,9%
Vastned Retail Belgium	-2,2%	-2,2%	12,8%	12,8%	19,7	5,1%
Ascencio	-1,9%	-1,9%	-0,7%	-8,8%	12,9	6,4%
Wereldhave Belgium	-6,1%	-6,1%	1,4%	-2,2%	16,5	5,5%
Warehouses Estates Belgium	4,0%	4,0%	-7,4%	-10,2%	12,6	7,0%
Leasinvest Real Estate	2,3%	2,3%	7,3%	3,0%	15,3	5,2%
Befimmo	-5,5%	-5,5%	-5,3%	0,7%	13,2	6,9%
Cofinimmo	6,2%	6,2%	11,0%	12,4%	16,9	4,8%
Montea	9,9%	9,9%	17,9%	11,8%	18,2	4,5%
WDP	12,0%	12,0%	35,8%	33,6%	20,2	4,0%
Intervest Offices & Warehouses	5,1%	5,1%	7,3%	8,6%	13,5	6,2%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

INTO a vu ses revenus locatifs augmenter de 8,8% au premier semestre 2018 à la suite des investissements réalisés. La hausse est entièrement portée par le segment logistique. L'achat de trois immeubles logistiques aux Pays-Bas pour 52 millions EUR au premier semestre de cette année a porté la valeur totale du portefeuille à 727 millions EUR. Le bénéfice par action EPRA est resté inchangé à 0,77 EUR. Le taux d'occupation s'élève à 89,8% (93% sans Greenhouse BXL), dont 82% pour le portefeuille de bureaux et 97% pour le portefeuille logistique. Le taux d'endettement s'élevait à 48,4% à un coût moyen de 2,5%. 75% des crédits contractés sont à taux fixe. Pour 2018, INTO prévoit un résultat EPRA compris entre 1,57 EUR et 1,62 EUR par action, avec un dividende brut minimum de 1,40 EUR.

WDP a vu son résultat EPRA progresser de 13,7% à 65,1 millions EUR au premier semestre 2018. Cette augmentation est surtout portée par la croissance du portefeuille. Le portefeuille total affichait une valeur de 3,0 milliards EUR (y compris les panneaux solaires), avec un taux d'occupation de 97,3%. WDP a confirmé ses perspectives pour 2018, avec un bénéfice par action EPRA attendu de 6,00 EUR (+7%), et prévoit la distribution d'un dividende brut de 4,80 EUR par action. La croissance du bénéfice EPRA sera plus lente au deuxième semestre parce que la majeure partie des projets livrés en 2017 commencent à contribuer aux résultats à partir du deuxième trimestre.

XIOR a publié d'excellents résultats opérationnels pour le premier semestre 2018 (+130,7% ou +120,8% après correction pour IFRIC 21), portés par la croissance rapide du portefeuille (+71,6% à 612,0 millions EUR). La forte baisse (-90,8%) du bénéfice net s'explique par une revalorisation négative des instruments de couverture (swaps) et l'impact négatif des impôts différés (corrections IAS). La croissance du bénéfice EPRA par action est moins élevée en raison de l'augmentation de capital de 2017 (84 millions EUR). L'augmentation de capital de juin 2018 (134 millions EUR) fera également sentir ses effets au deuxième semestre 2018. XIOR confirme ses objectifs pour 2018 avec un bénéfice EPRA attendu de 1,43 EUR par action (stable par rapport à 2017) et un dividende brut de minimum 1,20 EUR. Le résultat locatif net du premier semestre 2018 (+75,6%) augmentera encore puisque de nouvelles acquisitions sont prévues pour le deuxième semestre.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ASML HOLDING (ISIN NL0010273215 - 167 EUR)

### Profil

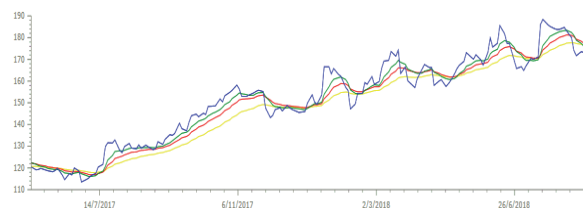
ASML Holding figure parmi les 1<sup>ers</sup> fabricants mondiaux de matériel de lithographie destinés à l'industrie des semi-conducteurs. Les équipements du groupe sont destinés à l'impression des circuits intégrés sur des plaques très fines de silicium. Le CA par activité se répartit comme suit :

- vente de matériel de lithographie (70,4%). Le groupe propose également des produits et des composants optiques de lithographie ;
- prestations de services (29,6%).

La répartition géographique du CA est la suivante : Pays Bas (0,1%), Europe-Moyen Orient-Afrique (9,4%), Corée (33,9%), Taiwan (23,7%), Chine (10,2%), Japon (4,3%), Singapour (1,7%) et Etats-Unis (16,7%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 25,70x  
Cours/Actif Net : 5,60x  
Rendement : 1,02%



### Notre opinion

#### L'EUV a bien démarré

#### Profil

ASML Holding est l'un des plus grands fabricants mondiaux de microprocesseurs informatiques. L'objectif de l'entreprise est de concevoir, développer et fabriquer des technologies de pointes pour l'industrie des semi-conducteurs. La société est active sur plus de 60 sites à travers 16 pays et emploie plus de 14.600 personnes. Le groupe possède plus de 10.000 brevets dans le monde entier.

En 2017, le chiffre d'affaires atteint les 9,1 milliards d'euros et le bénéfice net les 2,25 milliard d'euros. 32,8% des ventes sont générées à partir de la branche "Memory", 29,6% à partir du segment Services & Options, 25,3% dans la branche "Foundry" et le solde (12,3%) dans les 'IDMs' (Integrated Device Manufacturers).

#### Stratégie – être attentif à l'EUV

Le marché de la lithographie, où ASML représente 80% des revenus, et le Groupe se lance actuellement dans les "Extrem Ultra-Violet" (EUV) où il est le seul équipementier. Le premier appareil EUV a été livré au premier semestre 2017 et pour l'année entière 11 appareils ont été vendus pour un montant total de 1,1 milliard d'euros.

Si cette technologie devient la nouvelle norme dans l'industrie, alors ASML a virtuellement le monopole dans ce

segment. D'où la grande importance qu'attache ASML à cette technologie.

ASML est sur la bonne voie pour réaliser ses ambitions et les objectifs associés pour 2020.

	Target by 2020	2014 actual	2015 actual	2016 actual	2017 actual
Net sales (EUR bn)	~ 10	5,9	6,3	6,8	9,1
Gross margin	~ 50%	44,3%	46,1%	44,8%	45,0%
R&D % sales	~ 13%	18,3%	17,0%	16,3%	13,9%
SG&A % sales	~ 4%	5,5%	5,5%	5,5%	4,6%
Effective Tax Rate	10%	6,0%	10,4%	13,0%	12,7%
Cash Conversion Cycle	< 200 days	309d	296d		
Capex % sales	~ 5%	6,2%	5,9%		

### Programme de rachat d'actions

En 2017, ASML a acheté 500 millions d'euros de ses propres actions. Au cours de la période 2018-2019, la société prévoit d'acheter pour 2,5 milliards d'euros de ses propres actions. 2,4 millions d'actions seront utilisées pour couvrir les plans d'options pour le personnel. Le solde des actions achetées sera détruit.

### Recommandation

La valorisation du titre d'ASML offre un potentiel de hausse de 4,8%. Le titre peut être à "Conserver". Le programme de rachat d'actions de 2,5 milliards d'euros pour la période 2018-2019 devrait soutenir le cours.

### Résultat 2017 & 1<sup>er</sup> trimestre 2018

ASML a enregistré un chiffre d'affaires net de 9,1 milliards d'euros pour 2017. La forte croissance des ventes (+33,2%) s'est quelque peu affaiblie au premier trimestre 2018 (2,3 milliards d'euros, +17,5%). En revanche, la marge opérationnelle brute (41,5% en 2017) s'est significativement améliorée à 48,7% au T1 18. Grâce à la baisse des impôts payés, le bénéfice net a augmenté plus rapidement (+42,9%) que le bénéfice brut.

En 2017, 198 systèmes litho ont été vendus pour 9,4 milliards d'euros, tandis que le carnet de commandes ("systems backlog") s'élevait à 6,7 milliards d'euros, soit 140 lithosystèmes. 49 autres lithosystèmes ont été vendus au premier trimestre 2018.

### Perspectives

Au deuxième trimestre 2018, ASML s'attend à près de 2,5 à 2,6 milliards d'euros de recettes, y compris les recettes EUV de 600 millions d'euros. La marge bénéficiaire brute devrait être de 43%, les coûts de R&D de 375 millions d'euros et les frais de vente et d'administration de 115 millions d'euros. Le taux d'impôt annualisé est estimé à 14%.

### Analyse Technique

Techniquement parlant, ASML ne montre pas de véritable tendance. En conséquence, les investisseurs évoluent dans un environnement technique incertain. Ce type d'atmosphère est souvent le prélude à des mouvements plus marqués dans une direction ou une autre.



# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ KLEPIERRE (ISIN FR0000121964 - 32,78 EUR)

### ■ Profil

Acteur majeur de l'immobilier de centres commerciaux en Europe, Klépierre associe une expertise en termes de développement, de gestion locative et d'asset management. Son patrimoine est évalué à 23,8 milliards d'euros à fin 2017. Il se compose de grands centres commerciaux implantés dans 16 pays d'Europe continentale. Klépierre détient une participation majoritaire (56,1 %) dans Steen & Strøm, 1<sup>ère</sup> foncière scandinave de centres commerciaux.

Klépierre a pour principaux actionnaires Simon Property Group (20,3%), leader mondial de l'industrie des centres commerciaux et APG (13,5%), fonds de pension basé aux Pays-Bas.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	12,50x
Cours/Actif Net :	0,86x
Rendement :	6,52%



### ■ Notre opinion

#### Le spécialiste du centre commercial européen

##### Profil

Klepierre est un acteur majeur dans l'immobilier commercial en Europe continentale, opérant dans 57 villes à travers 16 pays et ayant accès à plus de 150 millions de clients. Le groupe possède une vaste expérience dans le développement, la gestion et l'exploitation des centres commerciaux.

Au 31 décembre 2017, la valeur du portefeuille ressortait à 23,8 milliards d'euros (hors minoritaires), dont 98,5% dans des centres commerciaux. Le taux d'occupation était de 96,8%.

Les principaux actionnaires sont le Groupe Simon Property (20,3%) et APG (13,5%).

##### Evolution du portefeuille en 2017

En 2017, Klépierre a cédé des actifs de 568 millions d'euros, dont 286 millions d'euros ont été réinvestis dans l'acquisition de Nueva Condomina et le solde pour des projets en cours. En outre, des actions propres ont été achetées pour 382 millions d'euros (jusqu'au 02/02/2018).

L'agrandissement du centre commercial Val d'Europe et la première phase du réaménagement de Hoog Catharijne ont été ouverts avec succès.

Klépierre dispose d'un pipeline de développement de près de 3,1 milliards d'euros pour une superficie totale de 610.332 m<sup>2</sup>. Environ 25% (761 millions d'euros - rendement de 6,3%) de ce pipeline de développement, des projets engagés sont en cours, dont 58% des investissements ont déjà été réalisés.

##### Structure financière

Le niveau d'endettement est relativement faible, et le ratio Loan-to-Value ressort à 36,8%. La couverture des intérêts ressort à 6,3x (soit un ratio confortable). 68% de la dette financière est constituée d'obligations, et 9% de prêts hypothécaires et 18% de bons du trésor.

Le coût du financement moyen ressortait à 1,8% fin 2017, et la durée de la dette à 6,3 ans à fin décembre 2017. 95% de la dette est à taux fixe. La liquidité disponible s'élève à 2,2 milliards d'euros, dont 1,5 milliard d'euros au moyen de lignes de crédit non utilisées. Cela couvre toutes les exigences financières pour 2018 et 2019.

Depuis le début de l'année 2018, Klépierre a acheté 50 millions d'euros de ses propres actions. Le ratio d'endettement net a diminué de près de 9 milliards d'euros à 8,7 milliards d'euros fin mars 2018, en raison de cessions.

##### Programme de rachat

Le 13 mars 2017, Klépierre a annoncé qu'il commencera un programme de rachat d'actions pouvant aller jusqu'à 500 millions d'euros. Cette opération s'inscrit dans le cadre des autorisations données par l'assemblée générale du 19 avril 2016, qui autorise un programme de rachat d'actions dans la limite de 10% du capital social.

L'intention est alors de détruire les actions achetées. À la fin de mars 2018, 80% du programme avait été mis en œuvre.

##### Recommandation

L'exercice de valorisation conclut que le titre est correctement valorisé, avec une valeur intrinsèque proche de 34 EUR. Les analystes (source Bloomberg) maintiennent toutefois un objectif moyen situé à 40 EUR par action.

Nous plaçons notre objectif de cours à 37 EUR.

### ■ Analyse technique

Techniquement parlant, LI 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.

### ■ Perspectives 2018

Klépierre prévoit réaliser un cash-flow net courant par action compris entre 2,57 et 2,62 EUR en 2018. 2,48 EUR réalisés en 2017. Le chiffre d'affaires à même périmètre devrait continuer à progresser.



## ■ XIOR STUDENT HOUSING (ISIN BE0974288202 - 38 EUR)

### ■ Profil

Xior Student Housing est une société immobilière réglementée publique (SIR) spécialisée dans la détention et la gestion de logements pour étudiants en Belgique et aux Pays Bas. A juin 2017, le patrimoine immobilier, composé de 78 immeubles (dont 45 en Belgique et 33 aux Pays Bas), est évalué, en valeur comptable, à 612 M EUR.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 23,2x  
Cours/Actif Net : 1,3x  
Rendement : 3,60%



### ■ Notre opinion

#### Un segment à part dans l'immobilier résidentiel

#### Logements étudiants, bureaux et commerces

Crée en 2007, Xior Student Housing NV est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans les logements pour étudiants en Belgique et aux Pays-Bas. L'actionnaire de référence est Aloxe NV (CEO Christian Teunissen 82% et directeur financier Frederik Snauwaert 18%) avec 20,33% du capital. AXA détient une participation de 5,19%. Le flottant (y compris AXA) revient donc à 74,48%.

Au 30 juin 2018, le portefeuille immobilier se compose de 78 immeubles (45 en Belgique et 33 aux Pays-Bas) avec 5.799 unités pour les étudiants et 1.694 autres unités pour une valeur de marché estimée à 612 millions d'euros, avec un taux de 98,45% d'occupation et un rendement locatif moyen de 4,5%. Environ 81,7% des revenus locatifs proviennent de la location de résidences pour étudiants et 12,1% des magasins de location, habituellement situés au rez-de-chaussée des bâtiments et 6,2% de d'autres sources (parking à Anvers, etc.).

#### Derniers résultats

XIOR affiche un résultat opérationnel solide au S1 2018 (+130,7% ou +120,8% après ajustement pour IFRIC 21) tiré par la croissance rapide du portefeuille (+71,6%, à 612 millions d'euros). La forte baisse (-90,8%) du résultat net résulte d'une réévaluation négative des instruments de couverture (swaps) et de l'impact négatif des impôts différés (corrections IAS). La croissance des bénéfices EPRA par action est plus faible en raison de l'augmentation de capital en 2017 (84 millions d'euros) et cela va également jouer un rôle durant le S2 2018 compte tenu de l'augmentation de capital de juin (134 millions d'euros).

Chiffres (k EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Valeur du portefeuille	356.560	612.012	71,6%
Résultat net	7.387	12.974	75,6%
Bénéfice EPRA	2.537	5.853	130,7%
Bénéfice net	5.770	531	-90,8%
EPS EPRA	0,46	0,64	39,1%

#### Une solide structure financière

Suite à l'augmentation de capital réussi de 134 millions d'euros en juin, le ratio d'endettement à fin juin 2018 ressort à 39,26%. 100% de la dette est couverte par les contrats IRS et est à taux fixe. Le coût moyen de financement est maintenant situé à 1,76% (y compris les services bancaires et autres frais) et la maturité moyenne se situe à 4,7 ans. Le ratio interest coverage (ICD) pointe à 4,72x au S1 2018. L'objectif est que la dette ne dépasse pas les 55%. Il n'y a pas de dettes qui expireront au cours des 12 prochains mois.

#### Perspectives

XIOR confirme ses objectifs pour l'année 2018 avec un bénéfice EPRA attendu à 1,43 EUR par action et donc un dividende brut de 1,20 EUR. Le résultat net de location du 1<sup>er</sup> semestre (+75,6%) augmentera encore davantage, car il existe plusieurs acquisitions prévues pour le 2<sup>ème</sup> semestre. Si toutes les acquisitions et projets engagés sont réalisés, la valeur du portefeuille augmentera à environ 775 millions d'euros avec 6.600 unités.

#### Valorisation : encore du potentiel

Notre modèle d'évaluation pointe une valeur intrinsèque située à 40 EUR par action, tandis que le dividende proposé (1,20 EUR) pour 2018 correspond à un rendement brut de 3,2%. Nous sommes à "Conserver".

### ■ Analyse Technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. XIOR évolue en territoire neutre, l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue, mais l'ambiance de marché s'améliore. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un espoir de rattrapage technique se profile.

Sur base des éléments techniques, la prochaine résistance se situe à 38,40 EUR. Le support se situe vers les 32 EUR.



## ■ NESTLE (ISIN CH0038863350 - 81,84 CHF)

### ■ Profil

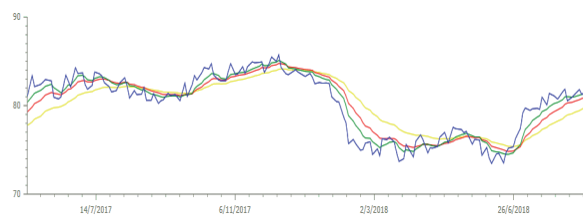
Nestlé est le 1<sup>er</sup> groupe agroalimentaire mondial. Le CA par famille de produits se répartit comme suit:

- boissons en poudre et liquides (31%);
- produits pharmaceutiques, de nutrition et de bien-être (17%);
- produits laitiers et glaces (15%);
- aliments pour animaux de compagnie (13,9%);
- plats préparés et produits d'assaisonnement (13,3%);
- chocolats, confiseries et biscuits (9,8%): marques Kit Kat, Smarties, Crunch, etc.

La répartition géographique du CA est la suivante: Suisse (1,4%), Europe-Moyen Orient-Afrique du Nord (17%), Etats-Unis (29,7%), Amérique (2%), Chine (7,3%), Asie-Océanie-Afrique subsaharienne (10,8%) et autres (31,8%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	20x
Cours/Actif Net :	4x
Rendement :	3%



### ■ Notre opinion

#### Le mastodonte helvétique

##### Actualité : premier semestre 2018

Sur les six premiers mois, la croissance organique de 2,8% est ressortie conforme aux attentes. La croissance interne réelle a été de 2,5% et s'est située dans la fourchette haute du secteur de l'alimentation et des boissons. La croissance organique au premier semestre s'est considérablement améliorée en Amérique du Nord et en Chine. Toutes les catégories ont enregistré une croissance positive, avec en tête le café, les produits pour animaux de compagnie et Nestlé Health Science. La croissance des ventes en nutrition infantile s'est accélérée, avec une amélioration générale à travers toutes les géographies, soutenue par le lancement récent de nouveaux produits.

Le résultat opérationnel courant récurrent a augmenté de 3,5%, à 7,1 milliards CHF. La marge opérationnelle courante récurrente a augmenté de 20 points de base à taux de change constants et une nouvelle amélioration de la marge opérationnelle courante récurrente est attendue au second semestre de l'année (source Groupe).

Les prévisions annuelles 2018 ont été confirmées: croissance organique des ventes attendues aux alentours de 3% et amélioration de la marge opérationnelle courante récurrente.

Les coûts de restructuration sont prévus proche des 700 millions CHF. Le bénéfice récurrent par action à taux de change constants et la rentabilité du capital sont attendus en progression (source Groupe).

#### Analyse financière : vision globale

Avec un taux de croissance annuel moyen supérieur à 2% sur le chiffre d'affaires (en EUR) sur près de deux décennies, le numéro un mondial dans l'agroalimentaire pourrait presque décevoir. Or, grâce à une faible proportion des coûts fixes (naturel dans le secteur) et sans nul doute, à une gestion rigoureuse des coûts d'exploitation, le résultat d'exploitation progresse plus rapidement. In fine, la croissance des bénéfices ressort naturellement supérieure à celle des revenus (+6% par an, en EUR). Au niveau du bilan comptable, sans surprise, l'ensemble des métriques montrent une grande solidité financière. En outre, rappelons le lancement d'un important programme de rachat d'actions (débuté en juillet 2017) d'une valeur jusqu'à 20 milliards CHF (soit 15% du bilan) en vue d'une réduction du capital. Ce programme de rachat d'actions durera jusqu'en juillet 2020 (source Groupe).

Au niveau des flux de trésorerie, l'entreprise reste une "machine à cash" en raison d'une génération de free cash-flow structurellement située en territoire positif depuis des années, et quelle que soit la conjoncture macroéconomique. Mieux, le groupe parvient à transformer plus de 10% de ses revenus en flux de trésorerie. Au niveau de la création de richesse, le coût des ressources financières continue de se maintenir en-dessous de la rentabilité des actifs économiques. Malgré cela, des actionnaires activistes ont l'intime conviction que le groupe helvétique pourrait mieux faire, d'où la stratégie de création de valeur présentée en septembre 2017. Dans le détail, on citera la nomination d'un nouveau directeur général, l'accélération du repositionnement du portefeuille (exemple du partenariat avec Starbucks), l'investissement poursuivi dans les marques, etc.

#### Suisse : le luxe d'un rating AAA

Les mérites des valeurs suisses comme support d'investissement à long terme sont nombreux. L'on en retiendra un, et pas des moindres, c'est le mérite qu'a la Suisse aujourd'hui de faire partie des très rares pays au monde ayant un rating AAA sur ses bons d'Etat (11 membres seulement dans le monde). Il en découle ainsi que les valeurs helvétiques sont plus onéreuses en termes de valorisation, mais la qualité à un prix, surtout actuellement (tensions géopolitiques, guerres commerciales, avenir de l'Europe, dettes astronomiques des Etats, etc.).

#### Valorisation/recommandation

L'objectif de cours moyen du consensus pointe à proximité des 90 CHF. Cependant, en raison des éléments précédemment évoqués (solide publication des résultats, maintien des perspectives, stratégie d'accroître la création de valeur, rachats d'actions, société suisse) nous sommes d'avis de nous situer dans le haut de la fourchette du consensus. Notre objectif pointe ainsi à 95 CHF.



## ■ Environnement

Après le rebond enregistré au second trimestre de cette année, la croissance économique mondiale devrait rester solide pour le reste de l'année 2018. L'inflation mondiale devrait tendre vers les 2% dans la plupart des pays développés et ce à des rythmes différents. La Banque centrale européenne ne devrait pas augmenter ses taux d'intérêt directs avant septembre 2019. La Banque centrale américaine devrait augmenter ses taux d'intérêt directs à quatre reprises d'ici la mi-2019. Ce resserrement monétaire devrait provoquer un ralentissement de l'économie américaine durant les années 2019-2020. Dans le même temps, l'économie chinoise devrait ralentir également. Cela devrait entraîner un net ralentissement de la croissance économique mondiale et ce même sans escalade des tensions commerciales.

Malgré la récente bonne tenue du S&P 500, les actifs américains ne sont pas immunisés face aux tensions commerciales. Nous anticipons que les actions américaines devraient être mise sous pression étant donné qu'il est fort probable que les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine s'intensifient. Quel que soit l'évolution des politiques commerciales, les actions américaines devraient probablement baisser étant donné que l'activité aux Etats-Unis devrait ralentir l'année prochaine. Certes, l'économie américaine est actuellement dopée par les mesures fiscales de l'administration Trump. Mais, cela a pour corollaire que la Banque centrale continue d'augmenter les taux d'intérêt. Dès lors, au courant du milieu de l'année prochaine, les effets des stimuli fiscaux devraient se dissiper et les ressernements monétaires devraient commencer à impacter négativement l'économie, de sorte que l'activité aux Etats-Unis devrait fortement ralentir. Certains commencent même à envisager que la Banque centrale américaine pourrait réduire ses taux d'intérêt directs en 2020.

Après un premier semestre 2018 légèrement décevant, le taux de croissance de la zone euro devrait accélérer dans la seconde partie de l'année étant donné les bonnes perspectives de l'économie domestique (poursuite de l'amélioration du marché de l'emploi). Néanmoins, cette bonne tenue de l'activité n'est pas susceptible de raviver fortement l'inflation dans la zone euro. Par conséquent, la BCE devrait maintenir ses taux d'intérêt directs inchangés pour encore douze mois.

Les tensions commerciales semblent avoir impacté le sentiment des agents économiques et représentent un risque à la baisse par rapport à notre scénario de consolidation de la croissance économique mondiale. Cependant, les mesures protectionnistes annoncées jusqu'ici sont de faible ampleur à l'échelle du commerce mondial et devraient avoir des effets directs limités.

Le principal facteur qui devrait contribuer au ralentissement de l'économie chinoise dans les prochains trimestres est la décélération de la croissance du crédit. Cet ajustement sur les conditions de crédit a été opéré par les autorités chinoises suite à leurs craintes quant au risque d'éclatement de bulle et à ses effets néfastes sur le niveau d'activité d'un endettement excessif. La récente dépréciation de la devise chinoise a permis de compenser une partie de l'impact de la hausse des droits de douanes. Néanmoins, une poursuite de l'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine constitue un risque important pour l'économie chinoise.

Nous anticipons que les prix du pétrole devraient corriger au cours du second semestre de l'année étant donné que la production émanant des pays de l'OPEP devrait progresser et que la demande mondiale devrait diminuer. Malgré leur chute durant l'été, les prix des métaux industriels ne devraient pas rebondir dans un avenir proche. La demande mondiale de métaux industriels devrait rester molle dans les mois à venir étant donné l'affaiblissement de la Chine et l'augmentation des mesures protectionnistes à l'échelon global.

## ■ Transactions

Contrairement aux anticipations de certains investisseurs, les perspectives de hausse des taux d'intérêt directs dans la zone euro restent éloignées. Nous avons donc décidé de réduire les liquidités accumulées au cours du premier semestre dans les portefeuilles avec le profil de risque 1-Bass, c'est-à-dire les portefeuilles qui investissent dans les actifs à revenus fixes libellés en euros. Etant donné qu'il y a plus de risques qu'auparavant au niveau des perspectives de l'économie mondiale, les investissements ont été réalisés dans des obligations de rang senior et d'émetteurs de bonne qualité qui ne devraient pas être parmi les principales cibles des investisseurs en cas de détérioration des perspectives. Concrètement, nous évitons pour les nouveaux investissements les obligations suivantes : Italie, Turquie, entreprises chinoises et émetteurs bancaires européens. Etant donné la faiblesse des rendements offerts par les obligations libellées en euros de qualité et avec des échéances courtes, nous n'avons pas eu d'autres possibilités que d'investir dans des obligations avec des échéances supérieures à quatre années. Ainsi, nous avons incorporé dans les portefeuilles l'obligation émise par la société pétrolière mexicaine Pemex d'échéance 2022, de rating BBB et assortie d'un coupon de 1,875%. Nous avons également acheté l'obligation émise par le bras financier luxembourgeois du géant pharmaceutique Allergan. Cette obligation offre un coupon de 1,25% pour une maturité fixée en 2024. Nous avons profité d'une légère correction dans le segment des obligations 'high yield' pour investir

dans l'émetteur français Rexel, émetteur qui a déjà fait partie dans le passé de notre portefeuille obligataire. Nous avons également procédé à l'acquisition d'une obligation émise par la société française Eurofins Scientific. Il s'agit d'un groupe de laboratoires et d'analyses spécialisé dans l'agroalimentaire, la pharmacie, l'environnement et la biologie médicale. A la fin du mois écoulé, le niveau de liquidités correspondait à 13% du portefeuille par rapport à un niveau de 16% à la fin du mois de juin. Celles-ci ont peu diminué car nous avons procédé à la vente de l'obligation perpétuelle Bayer. Cette vente fait suite à l'annonce par un tribunal américain de la condamnation de Monsanto – racheté par Bayer – à payer un montant de près de 290 millions de dollars américains pour ne pas avoir informé de la dangerosité de son herbicide Roundup. Cette condamnation a augmenté le risque pour Bayer de devoir payer un montant énorme étant donné le nombre très élevé de procédures en cours contre Monsanto aux Etats-Unis. Nous avons donc préféré limiter le risque dans le portefeuille et vendre toutes les obligations liées à cet émetteur. Pour le profil de risque 1-Bass, notre objectif est de réduire les liquidités en-deçà de 10% du portefeuille. Nous comptons sur une reprise des nouvelles émissions obligataires au mois de septembre pour l'atteindre.

Pour le profil Baryton-Bass, nous avons globalement conservé notre allocation dont 16% dans les SIR. Le poids des liquidités a été quelque peu réduit. Celles-ci représentent 8% du portefeuille. La part allouée aux obligations libellées en devises a été maintenue à 20-25% du portefeuille avec une part prépondérante en dollars américains et une petite diversification en couronnes suédoises. Depuis quelques mois, le dollar américain s'apprécie par rapport à l'euro. A la mi-août, le taux de change était même à un niveau de 1,13 pour un euro, soit son niveau le plus élevé depuis un an. Dans un contexte de

forte aversion aux risques et du statut de valeur-refuge du dollar américain, nous avons décidé de conserver nos positions en dollars. La couronne suédoise a quelque peu faibli par rapport à l'euro dans l'attente d'élections législatives qui pourraient donner lieu à une percée significative des partis d'extrême-droite. L'enjeu pour les marchés financiers est que si cela arrive, la Suède sera plus difficile à gouverner.

Face à la montée des risques et de la dégradation du sentiment, nous avons réduit l'exposition aux actifs risqués dans les portefeuilles avec actions en réduisant l'exposition aux actions bancaires de la zone euro. En effet, celles-ci sont exposées aux risques qui inquiètent les investisseurs comme l'Italie, la baisse de la lire turc ou le Brexit. Après cette vente, le niveau de liquidité dans les portefeuilles avec action est supérieur à la moyenne : il varie de 9,5% pour un profil de risque 3-Baryton à 6,0% pour un profil de risque 6-Soprano. Nous attendons une confirmation d'une évolution favorable soit au niveau du budget de l'Italie, soit au niveau des devises des marchés émergents, soit au niveau des tensions commerciales pour réduire le niveau des liquidités. Nous avons apporté deux modifications importantes afin de corriger les inconvénients de notre processus de sélection de valeurs individuelles. Le premier réside dans une méthodologie de sélection qui accorde plus de poids aux perspectives de croissance et à la qualité de la société alors qu'auparavant le prix de l'action était le critère prédominant. La seconde modification consiste en un élargissement de l'univers aux valeurs de l'Europe continentale (principalement les actions suisses). Suite à ces améliorations dans notre méthodologie, les actions françaises du distributeur Carrefour et du pétrolier Total ont été vendues. Celles-ci ont été remplacées par les actions des groupes suisses Nestlé et Novartis. D'autres arbitrages devraient intervenir dans les semaines qui suivent.

## Perspectives et points d'attention

- La première hausse des taux d'intérêt directeurs par la BCE
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- Les négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine
- La situation politique en Italie
- La politique de réduction des quotas pétroliers par l'OPEP
- Le durcissement de la liquidité mondiale en dollars américains

**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

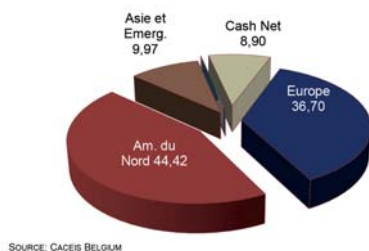
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

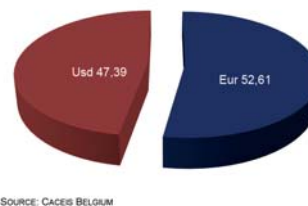
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

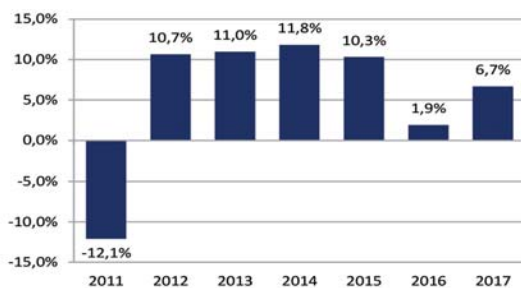
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 août 2018	15,98€
VNI plus haut (13 juin 2018) :	16,10€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	8,12%
3 ans rend. actuariel :	5,33%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,07%

### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF-R CAP.	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,53%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	1,32% (max 4.000 EUR)
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier sur la plus-value :	Néant
Réviseur :	Mazars	Durée d'existence du produit :	Illimitée
Administrateur :	Caceis Belgium		

### Avertissements

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

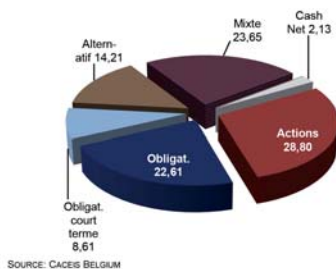
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

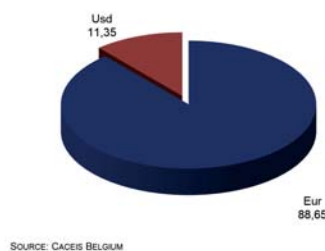
Risque plus faible			Risque plus élevé			
Rendement généralement plus faible			Rendement généralement plus élevé			
1	2	3	4	5	6	7

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).

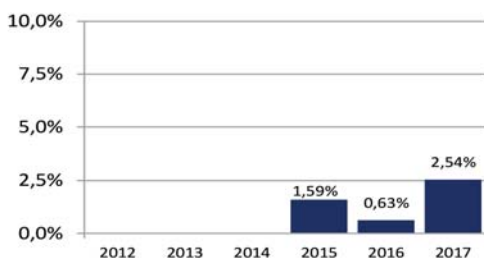
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 août 2018	9,84€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	-1,76%
3 ans rend. actuariel :	0,46%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,59%

### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF-R DIS.	Code ISIN :	BE62 6980 7184
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	8 sept 14	Frais courants :	2,13%/an
Devise :	EUR	Commission de commercialisation à l'entrée :	Max 3% (négociable)
Calcul de la VNI :	Journalière	TOB à la sortie :	Néant
Date de règlement :	j+4	Précompte mobilier libératoire sur dividende :	30%
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.

#### ■ Jeudi 4 octobre 2018 : conférence

##### La réforme du droit des successions : ce qui va changer pour vous

Langue : Français  
 Lieu / Heure : Brasserie "La Ville de Wavre", Chaussée de Charleroi 28  
 1360 Thorembais-Saint-Trond / 19h  
 Orateur : Maître Yasmina Hatouche,  
 Avocate en droit patrimonial chez Tetra Law  
 Inscription : 0800/255 11

#### ■ Jeudi 18 octobre 2018 : conférence

##### Comment investir de manière dynamique ?

Langue : Français  
 Lieu / Heure : Agence de Liège, Place Saint-Paul 2 / 19h  
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscription : 0800/255 11

<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 :

**31 août 2018**