

Edito

Le scrutin présidentiel français du 7 mai dernier aura marqué un sérieux tournant dans l'histoire politique sous la Ve République, où tant la droite que la gauche ont failli. Loin des clivages politiques, c'est finalement la démocratie qui aura triomphé des sirènes des extrêmes, de droite comme de gauche.

Europhile convaincu mais sans réelle famille politique, l'ovni Emmanuel Macron est désormais le plus jeune chef de l'État que la France ait plébiscité depuis des temps immémoriaux. Alors que la montée du populisme et de l'eurosepticisme menace l'Union, l'issue du scrutin nourrit à présent l'espoir que le nouveau président français puisse inverser la spirale négative. Emmanuel Macron dispose à présent d'un quinquennat pour relancer la dynamique de la construction européenne, plongée dans un grand état d'appréhension depuis le clash du Brexit. Les débats politiques préélectoraux qui ont fait rage ont mis en avant une Europe sociale profondément fracturée ainsi qu'une monnaie unique affublée de nombreuses imperfections. La tâche sera ardue, mais la victoire d'Emmanuel Macron est définitivement une victoire de l'Europe. Avec les félicitations du jury européen, le candidat le plus favorable à la construction commune devrait à présent ouvrir la voie à des réformes économiques et structurelles, renforçant la croissance potentielle de la France, la 4^{ème} plus grande puissance économique mondiale.

Pour les observateurs, la victoire d'Emmanuel Macron augure d'une période de stabilité, du moins jusqu'aux résultats parlementaires en juin. Cette perspective s'ajoute à une conjoncture économique plus favorable ces derniers mois. Nicolas Sarkozy avait hérité de la plus grande débâcle économique observée depuis plusieurs décennies, et François Hollande avait dû gouverner alors que l'économie européenne sortait à peine la tête de l'eau. Macron dispose donc d'une marge de manœuvre pour conduire les changements promis.

Le cœur du plan d'Emmanuel Macron est clair. La France, actuellement marquée par un déficit excessif, est sous étroite surveillance. Pour sortir

par le haut, Macron vise un marché du travail plus souple grâce à la réduction des cotisations sociales, des investissements dans la formation et dans l'énergie pour 50 milliards d'euros, d'avantage de pouvoir d'achat, tout en respectant les règles budgétaires communes et en économisant 60 milliards d'euros sur le budget de l'État français au cours de son quinquennat.

Le monde politique a un réel impact sur celui de la finance. En effet, au matin du 11 mai 1981, sonnée par la défaite du Président sortant Valéry Giscard d'Estaing, la bourse de Paris avait brutalement décroché. Les investisseurs déboussolés s'étaient réfugiés sur des valeurs américaines ou suisses. Cet épisode nous ramène au lien ombilical entre politique et marchés financiers. Les Etats doivent en effet avoir les faveurs de la finance pour pouvoir avoir accès à la dette obligataire, et donc aux crédits. Un Etat ne meurt pas de dette, mais meurt de ne plus pouvoir en émettre.

Le programme d'Emmanuel Macron, résolument européen, devrait plaire aux marchés financiers. Dans les mouvements attendus, on peut parier sur une détente générale des rendements obligataires français, ce qui ne devrait pas manquer de pousser à la hausse la valeur des obligations. En ce qui concerne le marché des actions, les opérateurs pourraient à nouveau se concentrer sur le scénario de poursuite de la reprise économique en Europe. L'éloignement du risque politique devrait légitimement favoriser les valeurs cycliques et le secteur financier (banques et assurances).

Comment dynamiser et défendre un portefeuille dans un tel décor ? Dans son offre de services d'investissement, Leleux Associated Brokers propose depuis des années un service de Gestion de Portefeuille taillé sur mesure, qui permet à l'investisseur de déléguer à notre département la gestion professionnelle et le suivi quotidien de son portefeuille de valeurs mobilières. Dans cette optique, toutes nos équipes se tiennent à votre entière disposition pour vous apporter toute aide ou tout conseil que vous pourriez requérir.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter, au nom de toute notre équipe, une excellente lecture de votre revue mensuelle.

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

524,07 +0,6%⁽¹⁾
+8,5%⁽²⁾

BEL 20 (Belgique)

3.888,32 +0,3%⁽¹⁾
+7,8%⁽²⁾

CAC 40 (France)

5.283,63 +0,3%⁽¹⁾
+8,7%⁽²⁾

DAX (Allemagne)

12.615,06 +1,4%⁽¹⁾
+9,9%⁽²⁾

FTSE (G-B)

7.519,95 +4,4%⁽¹⁾
+5,3%⁽²⁾

SMI (Suisse)

9.016,64 +2,3%⁽¹⁾
+9,7%⁽²⁾

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.219,26 +1,1%⁽¹⁾
+6,9%⁽²⁾

DJIA (USA)

21.008,65 +0,3%⁽¹⁾
+6,3%⁽²⁾

NASDAQ (USA)

6.198,52 +2,5%⁽¹⁾
+15,1%⁽²⁾

TS 300 (Canada)

15.349,91 -1,5%⁽¹⁾
+0,4%⁽²⁾

NIKKEI (Japon)

19.650,57 +2,4%⁽¹⁾
+2,8%⁽²⁾

MSCI World

1.911,74 +1,8%⁽¹⁾
+9,2%⁽²⁾

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



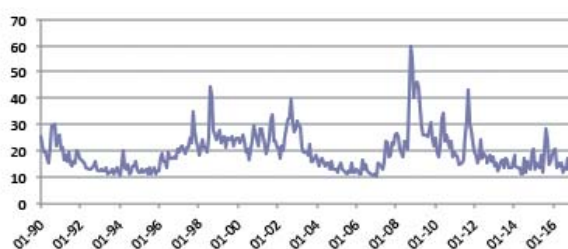
Les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent. La reprise dans la zone euro prend de l'ampleur. L'économie américaine devrait enregistrer une croissance satisfaisante même si les mesures fiscales promises par le nouveau président sont reportées à l'année prochaine. Le taux de croissance de l'économie chinoise ralentit progressivement, de sorte que l'impact au niveau global reste modeste. Dans le même temps, quelques économies émergentes sortent de la récession. Le commerce mondial a repris alors que Donald Trump semble s'abstenir de prendre des mesures protectionnistes extrêmes. L'inflation totale rebondit au fur et à mesure que l'impact de l'effondrement des prix de l'énergie s'atténue. Hors Etats-Unis, la croissance des salaires et de l'inflation sous-jacente devrait rester très faible. En conséquence, les politiques monétaires devraient diverger. Cette année, la banque centrale américaine devrait augmenter ses taux d'intérêt directs trois fois alors que la banque centrale européenne et la Banque du Japon devraient continuer à appliquer leur politique monétaire très expansionniste.

Le congrès américain est focalisé sur la réforme des soins de santé. Il est donc raisonnable d'anticiper que les mesures de relances budgétaires ne seront pas adoptées par le Congrès avant le début de l'année prochaine. En conséquence, la croissance du PIB américain devrait s'accroître de 2,3% en 2017 à 2,5% en 2018. Dès 2019, l'impact de ces mesures fiscales devrait s'atténuer et la croissance du PIB devrait ralentir à 1,7%, avec un risque très élevé d'un ralentissement économique plus important. Dans cet environnement, nous continuons d'anticiper une normalisation graduelle de la politique monétaire aux Etats-Unis.

La zone euro bénéficie de révisions à la hausse de ses perspectives économiques. Les raisons sont la résilience de la confiance des entreprises et des consommateurs, la forte atténuation de l'incertitude politique et une hausse de l'inflation moins forte qu'attendue. Nous anticipons dorénavant une croissance économique de 2% pour cette année et de 1,7% en 2018. Mais l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro ne devrait pas exercer de fortes pressions sur les prix, compte tenu du taux de chômage élevé et des capacités très excédentaires sur le marché du travail. Bien que la BCE devrait adopter un ton moins prudent, elle devrait maintenir en 2017 sa politique d'achat d'actifs et des taux d'intérêts directs à des niveaux historiquement bas pour encore quelques années.

Nombreux sont les investisseurs à considérer qu'une correction majeure devrait se produire sur les marchés d'actions américains parce que la volatilité est très faible. Ce jugement est influencé par le fait que la volatilité était très faible avant la crise financière de 2008. Néanmoins, les plus anciens se souviennent que la volatilité était encore plus basse au début des années 1990, soit avant une période de plusieurs années de marchés haussiers. Les grandes corrections ne résultent pas d'une volatilité faible, mais bien par des évolutions non anticipées et non désirées.

Volatilité des actions américaines



Au cours du mois de mai, l'indice VIX, une mesure largement suivie par les marchés financiers car elle reflète la volatilité attendue du SP&500, a baissé au niveau de 9,8. Il s'agit effectivement du niveau le plus bas de ces dernières années et proche du plus bas historique de 9,3 atteint en 1993. Certes, l'indice VIX a rebondi à la suite d'une nouvelle agitation politique au Brésil et de la nomination d'un procureur spécial chargé d'enquêter sur les liens entre l'administration Trump et la Russie. Peu après, il est redescendu de 15,6 à 12,4. A titre de comparaison, le niveau moyen de l'indice VIX depuis son lancement en 1990 est de 19,6.

Nous pouvons observer qu'il y a eu un déclin cyclique de la volatilité des marchés d'actions depuis la crise financière de 2008. Il s'explique principalement par la bonne tenue des marchés d'actions américains depuis lors. Ce comportement des prix des actions américaines n'a pas été inhabituel. En fait, son évolution a été typique d'un cycle économique dans lequel une longue période d'expansion a suivi une période de profonde récession. D'autres facteurs, dont la recherche de rendement, ont également contribué à ce déclin cyclique de la volatilité des marchés d'actions. Notre vision est qu'une correction majeure des marchés d'actions – qui serait la cause de l'augmentation de la volatilité – devrait être déclenchée par le début d'une récession. Or, nous n'anticipons pas de récession économique majeure aux Etats-Unis pour les prochaines années. Nous considérons également que les autres facteurs – le resserrement de la politique monétaire par la Fed, les développements politiques domestiques, les événements en dehors des Etats-Unis ou la valorisation élevée des actions américaines - ne devraient pas déclencher une correction importante des prix des actions américaines.

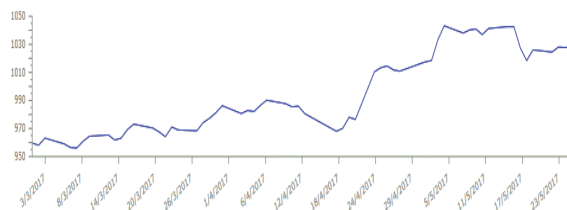
Par conséquent, nous ne prévoyons pas une forte correction sur les marchés d'actions américaines cette année ou l'année suivante. Cela pourrait être le cas en 2019 car le risque de récession devrait augmenter lorsque la politique monétaire de la Fed sera plus restrictive et que dans le même temps les effets stimulants de la politique de relance budgétaire devraient s'atténuer. Jusque-là, nous anticipons que la volatilité devrait rester à des niveaux relativement bas même si des pics de volatilité pourraient se produire de temps en temps.



Europe

Avec l'arrivée au pouvoir en France d'Emmanuel Macron c'est le risque d'une dislocation de la zone euro qui est repoussée aux "Calendes Grecques". En retard par rapport aux autres Bourses du monde, les indices en Europe reprennent de la hauteur. Sur base des derniers sondages, les élections législatives en France ne devraient pas donner de majorité aux partis antieuropéens. Au niveau de la zone euro, les prochains scrutins clés se situent en Allemagne (en automne prochain) mais également en Italie (Matteo Renzi suggère en effet que les prochaines élections se tiennent en même temps qu'en Allemagne). Dans cet environnement, l'on observe que les flux de capitaux reviennent dans la zone euro. Selon Bank of America Merrill Lynch, les flux positifs nets de capitaux ont atteint 15 milliards de dollars en ce début d'année par rapport à 100 milliards de dollars de sorties nettes en 2016.

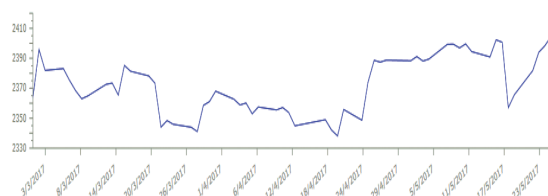
EURO STOXX 50



États-Unis

Les "trumponomics" semblent avoir du plomb dans l'aile. En effet, les révélations s'enchaînent autour de Donald Trump, dans ce climat, certains évoquent une procédure "d'impeachment" (même si cela reste peu probable du fait qu'une telle procédure est complexe). Dans ce contexte, le billet vert est en recul ce mois-ci, et l'euro a franchi les 1,10 USD. Le bal de la publication des résultats vient de se terminer et il est très bon : sur le 1^{er} trimestre, 63% des entreprises au sein de l'indice S&P 500 ont publié des revenus au-dessus des attentes. Mieux, 78% des entreprises ont publié des bénéfices au-dessus des attentes.

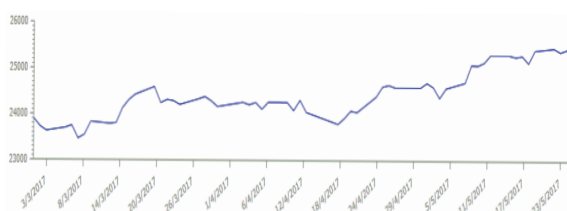
S&P 500



Pays émergents

Le haut fait de ce mois-ci provient de l'agence Moody's : "la Chine ne répond plus aux conditions d'une note A1", a déclaré Li Xiujun, vice-président de la stratégie de crédit et des normes chez Moody's. Fin du mois de mai, Moody's Investors Services a abaissé la note de crédit de la dette souveraine chinoise pour la première fois depuis 28 ans, sur fonds de craintes d'une érosion de la solidité financière de la deuxième économie mondiale pour les années à venir. Malgré cette nouvelle, les indices boursiers en Chine et en Asie restent de marbre, ils n'ont ainsi pas réagi à cette annonce.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	70,0	70,0	15/06
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	-0,10%	16/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/06
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,10	23/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	-0,50%	26/06
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	106,5	26/06
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,40%	29/06
EMU	Confiance économique	-	109,2	29/06
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	54,9	03/07
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	57,1	56,9	06/07

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,20%	-8 ⁽¹⁾ ↓ -24 ⁽²⁾ ↓
EUR	
0,30%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +10 ⁽²⁾ ↑
Allemagne	
0,30%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +10 ⁽²⁾ ↑
Autriche	
0,60%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +17 ⁽²⁾ ↑
Belgique	
0,66%	-12 ⁽¹⁾ ↓ +12 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,55%	-10 ⁽¹⁾ ↓ +17 ⁽²⁾ ↑
Finlande	
0,36%	-5 ⁽¹⁾ ↓ +2 ⁽²⁾ ↑
France	
0,73%	-10 ⁽¹⁾ ↓ +5 ⁽²⁾ ↑
Grèce	
6,09%	-25 ⁽¹⁾ ↓ -102 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
0,78%	-7 ⁽¹⁾ ↓ +3 ⁽²⁾ ↑
Italie	
2,20%	-8 ⁽¹⁾ ↓ +39 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,52%	-3 ⁽¹⁾ ↓ +16 ⁽²⁾ ↑
Portugal	
3,06%	-49 ⁽¹⁾ ↓ -70 ⁽²⁾ ↓

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

Contrairement aux attentes, l'inflation aux Etats-Unis a diminué au cours des deux derniers mois. Le taux annuel d'inflation sous-jacente a baissé de 2,3% en janvier à 1,9% en avril. Cependant, cela semble être dû à des facteurs temporaires (la baisse des frais de téléphonie mobile et la baisse des prix des médicaments) plutôt qu'à l'affaiblissement des pressions sur les prix.

La banque centrale américaine considère que la faiblesse récente est due à des facteurs spécifiques et elle s'attend à ce que l'inflation reprenne sa hausse dans les prochains mois d'autant plus que les perspectives pour l'économie américaine restent brillantes. La Fed a atteint la composante emploi de son mandat dual. Le taux de chômage a baissé au niveau de 4,4%, en-dessous du taux naturel estimé à 4,7%. Celui-ci correspond au niveau en dessous duquel, la diminution du taux de chômage devrait s'accompagner d'une hausse des salaires. Les enquêtes conjoncturelles suggèrent que le taux de chômage devrait continuer de diminuer aux Etats-Unis. La Fed devrait donc augmenter son taux d'intérêt directeur en juin et, à condition que l'expansion économique se poursuive, continuer par une hausse des taux de 25 points de base tous les 3 mois jusqu'en 2019. Par rapport à une fourchette de 0,75%-1,00% actuellement, les taux américains devraient se situer à 1,25%-1,50% à la fin de cette année; à 2,00%-2,25% à la fin de 2018 et à 2,75%-3,00% à la fin 2019.

De plus, le procès-verbal de la réunion de mai de la Fed a révélé que presque tous les décideurs sont d'accord pour cesser graduellement de réinvestir le principal et les coupons du portefeuille de titres détenus par la Fed. Les détails ne sont pas encore finalisés mais la Fed devrait annoncer prochainement le montant maximum des montants mensuels qui seront non réinvestis. Par rapport à un portefeuille de 4.500 milliards de dollars, le marché anticipe que la Fed pourrait commencer par un montant mensuel de 20 milliards de dollars, augmenté trimestriellement de 10 milliards de dollars.

Pendant ce temps, la Banque centrale européenne a préparé le terrain pour changer l'orientation de sa 'guidance' sur sa politique monétaire. Dans sa dernière déclaration, publiée en avril, la BCE a répété son engagement de conserver les taux d'intérêt directeurs aux niveaux actuels ou à des niveaux plus bas pour une période prolongée, et en tout cas bien au-delà de l'horizon correspondant à des achats d'actifs nets. Dorénavant, les investisseurs anticipent que la BCE laisse tomber la guidance « à des niveaux plus bas » car l'économie de la zone euro a besoin de moins de soutien monétaire.

L'économie de la zone euro a continué à faire mieux qu'attendu avec une croissance du PIB de 0,5% au 1^{er} trimestre et des enquêtes indiquant une croissance plus soutenue au second trimestre. Le président de la BCE, Mario Draghi, a commenté récemment que les "risques économiques évoluaient vers une configuration plus équilibrée alors qu'ils étaient précédemment plus orientés à la baisse".

Cependant, l'inflation dans la zone euro reste bien inférieure à la cible. Par conséquent, le resserrement de la politique monétaire n'est pas à l'ordre du jour. La BCE devrait continuer d'effectuer des achats dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (Asset Purchase Programme – APP) au rythme mensuel de 60 milliards d'euros et ce jusqu'en décembre 2017. Au cours du premier semestre de l'année 2018, elle devrait diminuer progressivement ceux-ci. Par contre, les taux d'intérêt directeurs devraient rester inchangés jusqu'en 2019.

Ces évolutions - diminution nette des actifs détenus par la Fed à partir de la fin de 2017 et arrêt des achats d'actifs par la BCE dans le premier semestre 2018 - devraient avoir pour conséquence qu'au niveau global (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon), les achats d'actifs nets pourraient cesser au cours du second semestre 2018.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



La victoire du candidat d'En Marche, Emanuel Macron a donné aux marchés européens une nouvelle raison d'enthousiasme et aux investisseurs d'être en mode "Risk-On" - délaissant les obligations souveraines pour se positionner dans les obligations plus risquées comme les obligations d'entreprise. A contrario, les obligations souveraines américaines ont quant à elles continué leur rally haussier. En devises locales, les obligations américaines ont mieux performées que leurs comparses européennes. Depuis le début d'année, la performance atteint même 4,3% pour les obligations high yield américaines. Certains événements survenus dans la deuxième partie du mois tels que les tensions géopolitiques en Corée du Nord, l'approche de nouvelles élections (Royaume-Uni, Allemagne et Italie), le scandale touchant le président Temer au Brésil ainsi que les récentes révélations aux USA ont créé quelques remous sur les marchés sans pour autant impacter le marché obligataire. Celui-ci continue de bénéficier des bons fondamentaux et d'un ralentissement de l'inflation.

Depuis début avril le volume des nouvelles émissions obligataires est resté faible jusqu'à ce que le marché obligataire atteigne un pic de 28 milliards le 16 mai 2017, et ce après l'élection d'Emanuel Macron. En effet, les investisseurs ont été soulagés et visiblement confiants quant aux perspectives macroéconomiques en France et dans la zone euro. D'ailleurs, le marché a pu absorber ces nouvelles émissions sans indigestion (pas de resserrement des spreads), démontrant un regain d'appétit pour cette classe d'actif de la part des investisseurs après la parenthèse électorale.

Le marché monétaire quant à lui n'offre guère de surprise avec un taux Euribor constant depuis le début de l'année à -0,33%. Mario Draghi distille le même discours en affirmant que la BCE ne doit pas modifier sa politique monétaire ultra-accommodante tant que l'inflation sous-jacente n'atteint pas l'objectif des 2%. Cette affirmation a poussé la courbe des taux d'intérêt de la Belgique légèrement plus bas. Cette situation profite à l'Etat belge qui annoncé les conditions du nouveau bon d'Etat. Celui-ci offre un coupon brut de 0,7% pour une durée de 10 ans.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/05/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade	1,07%	-10
AAA	0,99%	3
AA	0,68%	1
A	0,88%	-7
BBB	1,33%	-17
High Yield	2,59%	-66

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/05/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,57%	10
OLO 5 ans	-0,24%	16
OLO 7 ans	0,11%	23
OLO 10 ans	0,66%	12
OLO 30 ans	1,70%	10

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	HeidelbergCement	1,500%	14.06.2027	98,75%	1,64%	I	XS1629387462	1.000
GBP	LVMH	1,000%	14.06.2022	100,00%	1,00%	I+	FR0013260841	1.000
USD	Henkel	2,000%	12.06.2020	100,00%	2,00%	I+	XS1626039819	2.000
USD	EBAY	2,750%	30.01.2023	100,10%	2,73%	I	US278642AS20	2.000
TRY	EIB	9,250%	03.10.2024	96,50%	9,69%	I+++	XS1115184753	1.000
ZAR	Rabobank	6,000%	09.06.2020	95,75%	7,50%	I+	XS1628906114	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



Les chiffres clés des devises

USD/EUR (USA)

0,89 -3,0%⁽¹⁾ ↓
-6,4%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,15 -3,5%⁽¹⁾ ↓
-2,2%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,80 -2,3%⁽¹⁾ ↓
-1,1%⁽²⁾ ↓

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -1,3%⁽¹⁾ ↓
-4,1%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00%⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,92 -0,4%⁽¹⁾ ↓
-1,5%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,66 -3,7%⁽¹⁾ ↓
-3,3%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,66 -2,0%⁽¹⁾ ↓
-6,9%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,79 +1,9%⁽¹⁾ ↑
+2,4%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +1,0%⁽¹⁾ ↑
+5,3%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 +1,4%⁽¹⁾ ↑
+0,4%⁽²⁾ ↑

SEK/EUR (Suède)

0,10 -1,2%⁽¹⁾ ↓
-1,9%⁽²⁾ ↓

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

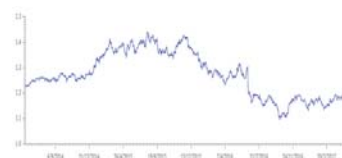
■ USD/EUR

L'élection d'Emmanuel Macron et les déboires politiques de Donald Trump ont permis de renforcer l'euro. En outre, les chiffres sur l'inflation plus faibles aux Etats-Unis viennent également affaiblir le dollar.



■ GBP/EUR

Avec une hausse du déficit courant au Royaume-Uni et un calendrier qui s'accélère au niveau des négociations du Brexit, la livre sterling fléchit.



■ TRY/EUR

Sur le mois de mai, l'inflation est repartie à la hausse tout comme le niveau du chômage : la livre turque continue de se déprécier.



■ NOK/EUR

Malgré la poursuite de la volatilité sur le pétrole, la couronne norvégienne est restée stable sur le mois de mai.



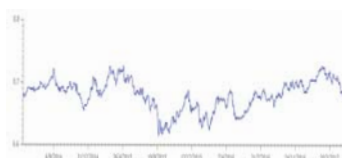
■ JPY/EUR

Avec la diminution des risques sur les marchés, le yen recule légèrement vis-à-vis de la monnaie unique.



■ AUD/EUR

Depuis février, la devise australienne s'est dépréciée, affectée par la faiblesse de l'économie du pays. Début mai, la Banque de Réserve d'Australie a maintenu son taux directeur au taux historiquement bas de 1,5% pour relancer la croissance.





Performance boursière

Le taux à 10 ans a baissé de 12 points de base au cours du mois de mai, passant de 0,77% fin avril à 0,65% fin mai. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour établir les valorisations) n'a pas autant baissé (-7 points de base à 1,12%), ce qui a entraîné un léger raidissement de la courbe des taux.

Les SIR ont donné lieu à un rendement total (coupons inclus) de 1,3% en mai. Les plus fortes baisses sont Vastned Retail Belgium (-3,0%) et Ascencio (-2,9%). Les hausses les plus importantes sont à mettre à l'actif de Montea (+9,5%) et Retail Estates (+6,7%).

Onze SIR ont publié leurs résultats trimestriels au cours du mois passé, sans surprise notable. Retail Estates a publié ses résultats annuels pour l'exercice qui s'est clôturé le 31 mars 2017.

Information financière

QRF a procédé à sa première acquisition aux Pays-Bas où elle a acheté cinq magasins (Den Bosch, Maastricht, Enschede, Nimègue et Zwolle) d'une superficie totale de 4.370 m² et pour 28,8 millions EUR. Le rendement initial s'élève à 4,8%. L'acquisition accroît de 10% le portefeuille immobilier, dont la valeur s'élèvera à environ 280 millions EUR au terme de la transaction. Le taux d'endettement atteint environ 56%, mais devrait baisser à la fin de l'année parce que QRF prévoit encore une acquisition via apport en nature au deuxième semestre 2017.

Leasinvest a acheté la Mercator House à Luxembourg pour 35 millions EUR. L'immeuble de bureaux s'étend sur 8.641 m², mais n'est loué qu'à 42%. En cas de location à 100%, le rendement locatif s'élèverait à 6,75%. Le bâtiment est assez âgé (1997-1999), mais toujours en très bon état. L'acquisition, combinée au paiement du dividende de Leasinvest, portera

temporairement le taux d'endettement à plus de 60%, ce qui accroît la probabilité d'une augmentation de capital.

Cofinimmo a procédé à plusieurs acquisitions dans le secteur de la santé aux Pays-Bas pour un montant total de 16,4 millions EUR et un rendement initial compris entre 6,1% et 8,1%. De plus, l'acquisition d'un centre de soins à Bavel (4,3 millions EUR) a été finalisée.

Intervest Offices & Warehouses a procédé à sa première acquisition aux Pays-Bas via l'achat d'un complexe logistique moderne à Vossenbergh, Tilburg. Le site s'étend sur une superficie de 13.300 m². Le prix d'acquisition s'élève à 9,4 millions EUR avec un rendement initial de c. 6,8%.

Warehouses Estates Belgium (WEB) a acheté le Shopping Center Saint-Georges à Saint-Georges-sur-Meuse. Le prix de la transaction n'a pas été communiqué, mais avec un revenu locatif de 1,3 million EUR et un rendement locatif estimé de 6,5%, il devrait fluctuer aux alentours de 20 millions EUR. Cela représente environ 9% de la valeur totale du portefeuille à la clôture de l'exercice le 30 septembre 2016.

Retail Estates a réalisé sur l'exercice 2016/2017 un résultat EPRA de 39,1 millions EUR, soit un bénéfice par action EPRA de 4,39 EUR. Le portefeuille immobilier s'est accru de 7,0% à 1,1 milliard EUR, pour un taux d'occupation de 98,13%. Le 31 mars 2017, le taux d'endettement s'élevait à 50,26%, avec un coût de financement moyen de 3,42%. Retail Estates versera un dividende brut de 3,30 EUR par action, payable le 1er août 2017.

Senior Assist, exploitant de 34 maisons de repos (3.000 lits), est confronté à des problèmes financiers. Mais aucune des SIR belges actives dans le secteur de la santé ne compte Senior Assist parmi ses clients.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/04/17	31/12/16	31/05/16		
Aedifica	72,87	3,4%	10,3%	20,6%	24,1	3,0%
Care Property Invest	20,35	-0,3%	1,5%	18,4%	26,0	3,4%
XIOR	37,10	-0,3%	2,8%	8,9%	20,1	4,3%
Home Invest Belgium	96,49	0,4%	1,8%	-2,7%	31,5	4,5%
QRF	24,99	-0,1%	-7,1%	-2,1%	16,2	5,4%
Retail Estates	79,92	6,7%	6,4%	2,7%	16,7	4,6%
Vastned Retail Belgium	45,30	-3,0%	-11,0%	-13,6%	18,6	5,4%
Ascencio	58,72	-2,9%	-5,8%	1,4%	25,3	5,7%
Wereldhave Belgium	99,99	-0,3%	-2,7%	-11,0%	16,6	5,2%
Warehouses Estates Belgium	60,30	2,4%	-5,9%	2,3%	16,5	5,8%
Leasinvest Real Estate	99,25	0,9%	-0,2%	1,2%	17,8	5,0%
Befimmo	52,41	-0,4%	-0,1%	-5,7%	14,1	6,3%
Cofinimmo	106,50	1,8%	4,1%	3,3%	16,1	5,1%
Montea	48,01	9,5%	10,2%	20,3%	17,4	4,6%
WDP	89,44	3,4%	12,1%	12,3%	16,8	4,9%
Intervest Offices & Warehouses	22,25	-0,9%	-1,3%	-5,6%	13,2	6,3%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



DANONE (ISIN FR0000120644 - 66,99 EUR)

Profil

Danone figure parmi les 1^{ers} groupes agroalimentaires mondiaux. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

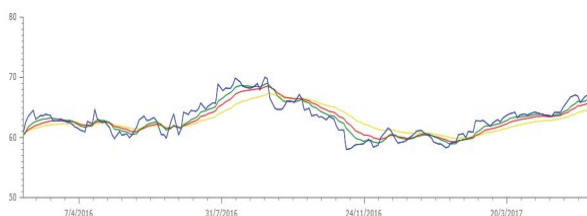
- produits laitiers frais (48,9% ; n° 1 mondial) : yaourts et desserts (marques Danone, Activia, Actimel, Danette, Gervais, etc.) ;
- aliments infantiles (22,9% ; n° 1 mondial) : marques Blédina, Wow&Gate, Nutricia et Milupa ;
- eaux conditionnées (20,8%) : eaux naturelles, aromatisées ou enrichies en vitamines (marques Evian, Volvic, Badoit, Aqua, etc.) ;
- produits de nutrition médicale (7,4%).

A fin 2016, le groupe dispose de 197 sites de production dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : France (10%), Etats-Unis (11%), Chine (7%), Russie (7%), Indonésie (6%), Royaume Uni (6%), Argentine (6%), Espagne (5%), Mexique (5%), Allemagne (4%) et autres (33%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 18,3x
Cours/Actif Net : 2,9x
Rendement : 2,8%



Notre opinion

L'acquisition de WhiteWave offre un nouvel élan de croissance

Stratégie à horizon 2020 :

En 2016, le Groupe Danone a présenté ses objectifs pour la période 2016-2020 par famille de produits :

- Segment Produits Laitiers Frais (49% du CA, 38% de l'EBIT) : entre +3% et +5% de croissance des revenus ;
- Segment Eaux (21% CA, 19% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;
- Segment Nutrition Infantile (23% CA, 33% de l'EBIT) : entre +7% et +10% ;
- Segment Nutrition Médicale (7% CA, 10% de l'EBIT) : entre +6% et +8%.

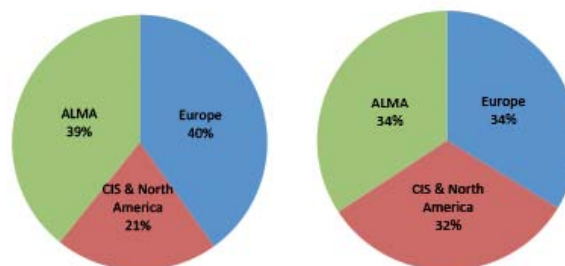
De plus, la marge opérationnelle doit au cours de cette période (référence 2015) s'améliorer avec 200 points de base. Lors de la publication des résultats annuels pour 2016 ont également annoncé un programme de réduction des coûts de 1 milliard d'euros.

Acquisition WhiteWave

Le 5 avril 2017, le Groupe Danone a reçu l'autorisation du "tribunal de Columbia" pour la finalisation de WhiteWave (pour un montant de 12,5 milliards de dollars). Cette acquisition change radicalement la structure du Groupe, en raison de la hausse du poids des États-Unis.

WhiteWave a réalisé au cours du quatrième trimestre 2016 un chiffre d'affaires de 1.055 millions de dollars, dont 87% dans les « Amériques » et 13% en Europe. Si l'on ajoute ces chiffres (estimations) aux ventes de Danone pour le premier trimestre de 2017, nous avons une bonne indication de la façon dont le changement de structure du groupe après la consolidation de WhiteWave. Les États-Unis représenteront environ 22%.

Ventes T1 16: 5,3 milliards EUR Ventes 1Q 17: 6,4 milliards EUR



Danone prévoit d'atteindre 300 millions de dollars de synergies et une croissance du chiffre d'affaires supplémentaire comprise entre 0,5% et 1%. L'impact sur la marge d'exploitation sera relatif dès 2018 et dès fin 2017 au niveau du bénéfice par action. Ceci est la raison pour laquelle Danone a augmenté ses objectifs de croissance au niveau des EPS pour 2017. La rentabilité des capitaux investis diminuera de 200 points de base et il faudra attendre 2019 avant que le Groupe Danone retrouve ses niveaux de 2016.

Conseil

L'exercice d'évaluation donne un objectif de cours à 70 EUR par action. Nous sommes à "Conserver".

Outre les critères d'évaluation, nous tenons à rappeler que l'action appartient à la catégorie "Dividend Aristocrats" (le dividende a été maintenu au cours des 10 dernières années, voire a progressé). Le titre Danone est donc une valeur "Core" dans un portefeuille.

Analyse Résultats

En 2016, Danone a vu son chiffre d'affaires progresser de 2,1% à 21,9 milliards d'euros. Cependant, la croissance organique était de 2,9%. La marge opérationnelle progressait de 70 points de base à 13,77%, le résultat opérationnel net +6,7% (+10,4% en organique). Le cash-flow libre est également en forte amélioration (+16,8%). L'endettement financier net ressort à 7,5 milliards d'euros. Le coût de financement moyen a légèrement diminué, en dépit des coûts supplémentaires de l'acquisition. Le dividende brut pointe à 1,70 EUR par action.



INGENICO (ISIN FR0000125346 - 84,90 EUR)

Profil

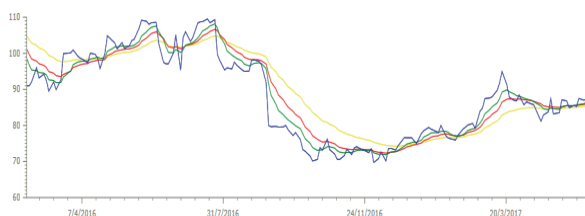
Ingenico Group est le leader mondial des solutions de paiement intégrées sur tous les canaux de vente (en magasin, en ligne et sur mobile) destinées aux commerçants, directement ou par l'intermédiaire des banques, aux distributeurs et aux fournisseurs de services. L'activité du groupe s'organise essentiellement autour de 3 marques commerciales :

- Ingenico Smart Terminals : terminaux de paiement fixes ou portables et services de maintenance et de gestion des parcs de terminaux ;
- Ingenico Payment Services : services de monétique intégrée sur tous les canaux de vente (en boutique, en ligne et sur mobile) ;
- Ingenico ePayments : solutions d'acceptation de paiement mobile et en ligne.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe et Afrique (36,6%), Asie-Pacifique et Moyen Orient (22,9%), Amérique du Nord (11,9%), Amérique latine (7,4%) et autres (21,2%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 17,9x
Cours/Actif Net : 2,64x
Rendement : 2%



Notre opinion

Alors que le président américain Donald Trump est au centre de plusieurs polémiques -car accusé de tentative d'entrave à la justice- profitons des corrections boursières pour revenir sur de beaux dossiers.

Avec une progression annuelle moyenne de 15% du chiffre d'affaires et de 20% pour le bénéfice depuis l'année 2000, le profil boursier du Groupe Ingenico est bien celui d'une valeur de croissance. Cette génération de richesse s'explique à la fois par la croissance du secteur dans lequel évolue Ingenico, mais aussi par les nombreuses acquisitions réalisées par le Groupe, d'où la progression moyenne du bilan comptable de 20% chaque année (la dernière acquisition date du 22/02/2017, TechProcess, leader des services de paiement électroniques en Inde, un pays où le gouvernement s'est lancé en 2016 dans la démonétisation des billets). L'ensemble des acquisitions sont financées par les ressources internes (grâce à une capacité d'autofinancement élevée) mais aussi via le recours à la dette (comme en 2014 pour le

financement de GlobalCollect, un spécialiste du traitement de transactions électroniques).

Malgré les importants investissements réalisés, le leader mondial des solutions de paiements intégrées reste très profitable (les marges se situent sur des niveaux élevés : EBITDA margin > 20%) et très rentable (ROE de 15% fin 2016, et ROA à 6%). Au final, avec une rentabilité des capitaux investis (ROCE) supérieure aux coûts des ressources financières, le Groupe Ingenico crée de la valeur.

L'analyse des ratios de liquidité et de la solvabilité montre que la santé financière d'Ingenico peut être vue comme étant extrêmement solide. Dans les faits, cela signifie que 1/ le Groupe est capable d'assurer facilement le service de sa dette financière et autres endettements opérationnels (à titre d'exemple, le ratio de liquidité générale se situe très au-dessus des minimums requis) et 2/ la société est suffisamment bien capitalisée et montre peu d'endettement financier (Net Debt/Equity 7%). Par conséquent, le bilan comptable est peu vulnérable aux grands changements dans les conditions macroéconomiques.

Après un début d'année où la croissance organique (+5%) est ressortie au-dessus des attentes, les dirigeants ont réitéré leurs objectifs pour 2017 : à savoir, une croissance organique des revenus de 7% et une marge EBITDA supérieure à 2016. Les effets de base de comparaison vont devenir plus aisés au cours des prochains trimestres : en effet, la baisse d'activité en 2016 étant intervenue à partir du second trimestre au Brésil et du troisième trimestre aux Etats-Unis.

Avec le bon début d'année (T1 publié le 26/04/2017) et des perspectives qui restent en ligne avec le consensus, le "profit warning" de l'année dernière « sera/est » peu à peu oublié par les investisseurs.

Lors de notre dernière analyse, nous avons souligné que « les multiples {...} offraient des décotes » et à moins d'un « bouleversement majeur du régime de croissance qui rendrait caduque chaque comparaison avec le récent passé du Groupe » les multiples devraient reprendre de la hauteur. Suite à la publication rassurante des résultats du T1 2017 et au maintien des perspectives de croissance, nous passons de "Renforcer" à "Acheter" et abaissons le profil de risque (de "Élevé" à "Modéré").

Sur base des anticipations de croissance révisées depuis la publication des résultats du T1 2017, l'objectif moyen du consensus pointe vers les 96,50 EUR.

Tendance technique

Techniquement parlant, Ingenico s'inscrit dans une tendance franchement haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique porteur et très favorable. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



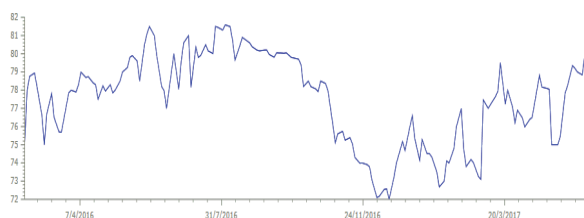
■ RETAIL ESTATES (ISIN BE0003720340 - 79,31 EUR)

■ Profil

Retail Estates est spécialisé dans la détention, l'acquisition et la gestion d'actifs immobiliers commerciaux (notamment magasins de périphérie, centres commerciaux, immeubles individuels et surfaces commerciales) situés en Belgique et au Luxembourg. A la fin mars 2017, le portefeuille immobilier (y compris les immeubles en développement), d'une surface totale de 748.136 m², s'élève, en valeur de marché, à 1,1 MdEUR.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15x
Cours/Actif Net : 1,36x
Rendement : 4,25%



■ Notre opinion

Retail Estate est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans l'immobilier commercial situé dans la périphérie ou le long d'axes routiers menant aux centres villes. La grande partie du portefeuille (68,63%) est constituée de centres commerciaux (immeubles qui font partie d'un complexe commercial intégré et se regroupent donc avec d'autres surfaces de vente) et de clusters commerciaux (ensembles de magasins de périphérie situés le long d'un même axe routier, que le consommateur considère comme un tout, alors qu'en dehors de leur emplacement, ils ne disposent d'aucune infrastructure commune).

Au 31 mars 2017, le Groupe Retail Estates détenait 668 propriétés dans son portefeuille pour une surface de 748.136 m², et un taux d'occupation 98,13%. La juste valeur du portefeuille consolidé (y compris les actifs destinés à la vente) s'élève à 1.071,4 millions d'euros.

La dernière acquisition majeure date du 30 juin 2015 : 69 immeubles commerciaux d'une valeur d'acquisition de 129 millions d'euros. Cette acquisition a permis à la valeur du portefeuille de progresser de 16% ! Sur l'exercice 2016/2017, il y aura près de 62 millions d'euros d'investissements additionnels, et seulement quelques cessions. Pour ce qui est des biens dont la valeur se situe en-dessous de 5 millions d'euros, Retail Estates rencontre une concurrence de la part des particuliers qui investissent aussi dans l'immobilier commercial.

Le coût de financement moyen est assez élevé (à 3,64%), soit le plus élevé au sein des SIRs. Ce qui s'explique par la

couverture des dettes dans le passé (taux variable à taux fixe) via l'achat de swaps de taux d'intérêt à long terme. Une partie importante de ces swaps (94,5 millions d'euros) arrivent à échéance en 2016/2017, et quelques swaps (aux coûts élevés) expirent en 2017/2018 : par conséquent, le coût moyen de financement devrait baisser. 90,45% de la dette est à taux fixe et la durée moyenne est de 61 mois. Retail Estates est donc assez bien protégé contre une hausse des taux d'intérêt.

A fin mars 2017, nous estimons que les lignes de crédit non utilisées s'élèvent à 47,5 millions d'euros. Durant l'exercice 2017/2018, il y aura au moins 40 millions d'euros de dette arrivant à échéance. Si Retail Estates augmente son taux d'endettement à 55%, la capacité d'investissement ressort à 114 millions d'euros. A 60%, ce chiffre pointe à 224 millions d'euros. Un ratio d'endettement plus élevé n'est pas autorisé par les banques qui ont accordé des prêts (covenants).

■ Conseil

Sur base des flux de trésorerie actualisés, la valeur intrinsèque actuelle ressort à 84,3 EUR par action, donc il existe un potentiel de hausse de 5,9% au niveau de prix actuel. La nouvelle baisse des coûts de financement et les acquisitions potentielles durant l'exercice en cours (04/01/2017 / 31/03/2018) soutiendra la croissance des dividendes.

Outre les critères d'évaluation, nous tenons à rappeler que le titre appartient à la catégorie « Dividend Aristocrats » (le dividende a été au moins maintenu au cours des 10 dernières années). Notre investissement est à "Conserver".

■ Derniers résultats

En 2016/2017, les revenus ont progressé de 7%, à 66 millions d'euros. La croissance a été presque entièrement attribuable aux acquisitions. Le taux d'occupation était de 98,13%. Le résultat EPRA (bénéfice net d'exploitation) a augmenté de 7,2%, à 39,1 millions d'euros, soit 4,39 EUR par action.

La valeur du portefeuille a augmenté de 7,1%, à 1,07 milliards d'euros. L'ANR EPRA ressortait à 59,29 EUR par action, soit un écart de 34,1% par rapport au cours de l'action. La dette au 31 mars 2017 s'élevait à 50,26%, avec un coût de financement moyen de 3,42%, dont celui-ci devrait tomber à 2,86% en mars 2018.

Retail Estates versera un dividende brut de 3,30 EUR par action, payable le 1^{er} août, 2017.

■ Analyse technique

Techniquement parlant, RETAIL ESTATES s'inscrit dans une tendance franchement haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique porteur et très favorable. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.



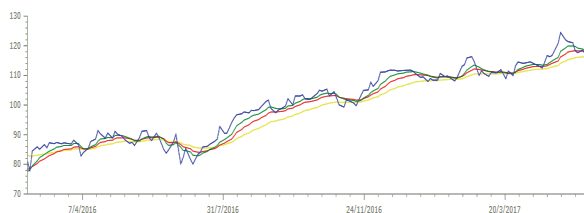
■ SOLVAY (ISIN BE0003470755 - 122,50 EUR)

■ Profil

Solvay est un groupe chimique international engagé dans le développement durable et focalisé sur l'innovation et l'excellence opérationnelle. Le groupe réalise plus de 90% de ses ventes sur des marchés où il figure parmi les trois premiers mondiaux. Solvay propose une large gamme de produits qui contribuent à améliorer la qualité de vie et la performance de ses clients sur des marchés tels que les biens de consommation, la construction, l'automobile, l'énergie, l'eau et l'environnement ainsi que l'électronique. Le groupe, dont le siège est à Bruxelles, emploie près de 27.000 personnes dans 58 pays.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,5x
Cours/Actif Net :	1,4x
Rendement :	2,9%



■ Notre opinion

Fin du "pricing power" et retour des volumes

Avec une croissance annuelle moyenne de 2% des revenus depuis l'année 2000, on ne peut pas dire que la croissance soit innée chez le Groupe Solvay. En outre, les retournements des cycles économiques sont parfois très violents : exemple avec le recul de 30% des revenus entre 2009 et 2010. Néanmoins, l'OPA amicale en bas de cycle sur le Groupe Rhodia en 2011 était un choix judicieux, tout comme l'acquisition de l'américain Cytec en 2015 qui permet au Groupe de poursuivre sa stratégie de "recentrage des activités". En outre, le Groupe Solvay arrive à générer de manière structurelle des ressources internes (CAF et FCF) qui permettent in fine d'assurer le financement des besoins d'exploitation, de la politique de dividende et d'une partie des CAPEX. Ainsi, il n'est pas surprenant de voir que le Groupe se permet de verser "un dividende stable ou en hausse" chaque année. Enfin, toujours au sujet de l'analyse des flux de trésorerie, l'on salue le retour du degré élevé de conversion des ventes en espèce (ratio FCF/Sales) qui ressort à 6% fin 2016.

Au niveau bilantaire, le Groupe Solvay continue de vouloir afficher "une structure financière prudente", d'où les augmentations de capital (2013 et 2015) afin de maintenir une autonomie financière élevée suite aux importantes acquisitions. Ainsi depuis l'année 2000, les capitaux propres se maintiennent toujours en moyenne à hauteur de 40% du

passif. Au final, il n'est donc pas surprenant que les agences de notation attribuent une note de crédit Investment Grade (BBB pour Fitch et S&P).

De manière générale, entre 2000 et 2011 les niveaux de marge et de rentabilité étaient élevés mais volatils. La stratégie définie par le Groupe fin 2009 a transformé la donne : depuis en effet 5 ans, les niveaux de marge et de rentabilité sont moins élevés mais aussi moins volatils, d'où des multiples de valorisation qui ont diminué (notamment le multiple Price to Book, c'est-à-dire le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et la valeur comptable).

Perspectives sur 2017

Avec l'amélioration des "conditions de marché" et du bon premier trimestre, le Groupe Solvay anticipe une croissance de l'EBITDA comprise entre 4 et 6% ("mid-single digit") et une génération de free cash-flow supérieure à 800 millions d'euros (hors cessions d'actifs), soit un niveau record.

Renversement entre "pricing power" et volume

Comme déjà souligné à de nombreuses reprises, lorsque l'on se penchait de plus près sur le "pricing power" du Groupe Solvay, l'on constatait qu'il ne résultait pas d'une hausse des prix de vente, mais en grande partie à des gains sur les "coûts variables", c'est-à-dire à la conservation partielle de la baisse des prix des matières premières qui est non répercutée sur la facture finale du client. Les résultats du T1 2017 montrent à présent l'exact opposé : hausse des volumes (+15% sur l'EBITDA, soit +81 millions d'euros) et un impact net négatif des prix (-2% sur l'EBITDA, -12 millions d'euros). Enfin, la dynamique des ventes du groupe s'avère globale au niveau des secteurs (automobile, agrochimie, etc.).

Valorisation

L'objectif de cours moyen du consensus pointe vers les 118,50 EUR (soit un potentiel de -3,5% par rapport au cours actuel). Sur base de la méthode des multiples (nous retenons le ratio EV/EBITDA) et des estimations fin 2017, notre valeur intrinsèque ressort à 125 EUR. Toutes choses étant égales par ailleurs, nous sommes à "Conserver" sur le titre et retenons un objectif de cours à 121,75 EUR.

■ Analyse Technique

Techniquement parlant, Solvay s'inscrit dans une tendance franchement haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique porteur et très favorable. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très haussière plaide souvent pour de plus amples surperformances.

■ Analyse

En moyenne, l'opinion des analystes sur les perspectives de Solvay a été plutôt optimiste ce dernier mois. Le sentiment global en termes de Bénéfices, d'Objectifs de cours, et de Recommandations s'est légèrement amélioré.

Gestion de portefeuilles

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



■ Environnement

Au cours du mois écoulé, l'indice MSCI des actions mondiales a réalisé sa pire semaine boursière depuis l'élection de Donald Trump. Les investisseurs se sont inquiétés des polémiques entourant le président américain.

Sur le front de la croissance mondiale, le momentum favorable se poursuit. Les indicateurs de confiance des directeurs d'achats ont confirmé la bonne tenue de l'activité. L'Europe a tout particulièrement affiché une bonne tenue avec des indices PMI au plus haut depuis 2011.

La banque centrale américaine n'a pas changé son discours alors que les statistiques économiques américaines étaient en demi-teinte. La Fed a plutôt mis en avant la solidité du marché de l'emploi. Les investisseurs anticipent une remontée des taux d'intérêt pour juin.

La publication d'indicateurs d'activité en baisse en Chine a fait décrocher les prix des métaux et les prix des actions actives dans ce secteur.

Le rapport de force entre la Grande-Bretagne et l'Union Européenne est engagé pour les négociations sur le Brexit. Celles-ci devront débiter après les élections britanniques du 8 juin, d'abord sur les modalités de sortie puis sur les relations futures.

Emmanuel Macron a été élu président de la République française. Cela a été un motif de soulagement pour les investisseurs étrangers qui reviennent sur les actifs européens. En effet, le spectre d'une crise de l'euro s'est éloigné. Ainsi, les actifs risqués de la zone euro ont surperformé et les taux gouvernementaux se sont détendus.

La saison de publications des résultats se poursuit et s'avère de très bonne facture. Aux Etats-Unis, la croissance des résultats au cours du premier trimestre 2017 par rapport à 2016 est de 13%. En Europe, la proportion d'entreprises publiant au-dessus des attentes est la plus forte depuis 2003. La croissance des bénéfices est la meilleure depuis sept ans à +26%.

Dans un environnement de cycle économique solide et de très bon cru concernant les publications de résultats, les actions de la zone euro, hormis la volatilité de court terme, offrent le meilleur couple rendement/risque d'ici la fin de l'année. Elles n'ont pas terminé leur rattrapage, après de nombreuses années de sous-performance. Sur le marché obligataire, nous demeurons prudents sur les taux longs souverains des pays développés.

L'OPEP a annoncé la poursuite des coupes de production jusqu'en mars 2018. Néanmoins, le marché a été déçu.

Il espérait, outre la prolongation des coupes, une augmentation de celles-ci, d'où les prises de bénéfices.

■ Transactions

Au cours du mois écoulé, nous avons continué de réduire le risque dans les portefeuilles. Pour tous les profils de risque, nous avons vendu les obligations de l'émetteur Petrobras. Cette vente ne résulte pas d'un changement d'opinion sur la qualité de l'émetteur. Elle a été motivée par des raisons de valorisation. En effet, les investisseurs pourraient se montrer moins optimistes vis-à-vis de Petrobras tenant compte de certaines évolutions récentes comme la nouvelle crise politique au Brésil et la correction des cours du prix du pétrole. Nous avons également vendu l'obligation convertible ECFC 2019 3,75%. Cet instrument avait été incorporé en 2014 dans les portefeuilles uniquement pour ses caractéristiques obligataires : un coupon annuel de 3,75% pour une échéance de 5 ans. La convertibilité consiste dans la possibilité pour le détenteur d'échanger à l'échéance – en 2019 - le nominal de 1.100 euros contre 4 actions Bois Sauvage à un prix de 275 euros. Etant donné le cours actuel de 330 euros de l'action Bois Sauvage, cette option de convertibilité incluse dans l'instrument a pris de la valeur. Par conséquent, l'évolution future de la convertible devrait plus correspondre à celle de l'action Bois Sauvage qu'à celle d'une obligation, d'où notre choix de prendre notre bénéfice sur ce produit.

Pour les profils de gestion obligataires, ces deux ventes correspondent à notre stratégie de réduire le poids des obligations les plus risquées dans le portefeuille (obligation hybride, obligation convertible, émetteur cyclique). Même si les fondamentaux restent favorables aux actifs les plus risqués, les niveaux de valorisation actuels justifient de réduire leurs poids dans les portefeuilles. La même logique nous a incités à réduire l'exposition aux obligations de l'émetteur ArcelorMittal. Ces ventes ont eu pour conséquence que le poids des liquidités a significativement augmenté. Celles-ci représentent entre 10 à 15% du portefeuille. Dans les semaines à venir, nous allons réduire ce volant de liquidités en réinvestissant dans des obligations moins risquées. Nous allons donc privilégier des obligations de rang senior d'excellente qualité de crédit et d'émetteurs actifs dans des secteurs stables. La contrepartie à investir dans des obligations moins risquées est de sélectionner des obligations avec une maturité plus longue.

Pour les profils de gestion avec actions, nous avons par mesure de précaution - avant les résultats des élections françaises - pris notre bénéfice sur 2 actions individuelles. Nous avons vendu l'action du holding belge Ackermans Van Haaren. Celle-ci s'était fortement appréciée ces derniers mois au point d'atteindre un niveau supérieur à

notre objectif de cours de 142 euros. Nous avons également vendu l'action Randstatd, société néerlandaise active dans le secteur de l'intérim. Ce choix se justifie par le fait qu'il s'agit d'une société cyclique avec une volatilité beaucoup plus importante que la moyenne. De plus, l'action se traite à un multiple de valorisation de 10 le rapport Enterprise Value/EBITDA, il s'agit d'un prix élevé pour une société cyclique.

Nous avons décidé d'augmenter l'exposition à la dette gouvernementale émise par les pays émergents en monnaie locale. Cette classe d'actif est relativement attractive en termes de return ajusté par le risque : un rendement très attractif de 7% et une qualité de crédit relativement élevée - le rating moyen est BBB-. Les fondamentaux économiques sont favorables à un tel investissement. En effet, la situation économique dans la majorité des pays émergents s'est stabilisée, les taux d'intérêt réels y sont élevés et le potentiel de baisse des taux d'intérêt directeurs demeure important.

En termes de gestion de portefeuille, la motivation réside dans le fait que la dette domestique émergente augmente la diversification par rapport à un portefeuille comprenant des obligations des pays développés. Certes, la dette domestique émergente est beaucoup plus volatile mais le risque du portefeuille n'a pas augmenté car cette exposition a été financée par les ventes d'actions et des obligations Petrobras.

Le choix s'est porté sur l'OPC GS Emerging Market Debt Local Portfolio pour plusieurs raisons. Primo, il s'agit d'une solution unique pour avoir une exposition très diversifiée à la dette locale émergente. Secundo, le compartiment est géré activement par Goldman Sachs qui a une très grande réputation dans la gestion de cette classe d'actif. Tertio, la structure du compartiment est efficiente.

L'objectif du compartiment est d'offrir la performance de l'indice le plus représentatif de l'évolution de la dette locale émise par les gouvernements des pays émergents, à savoir le JPM GBI EM Global Diversified Index en USD. Les trois moteurs de la performance sont les revenus (les intérêts versés par les obligations), le gain en capital (l'appréciation du prix des obligations) et le gain de change des devises émergentes. En effet, la devise de référence du compartiment est le dollar américain. Nous avons privilégié une classe où les variations de change des devises émergentes par rapport au dollar ne sont pas couvertes. Il s'agit d'une classe de distribution - paiement du dividende en décembre - et institutionnelle qui nécessite une souscription initiale d'un million de dollars.

A la fin avril, ce compartiment détient 207 obligations émises par une vingtaine de pays. L'allocation géographique est : 32% en Amérique latine, 30% en Europe centrale, 23% en Asie et 9% en Afrique et au Moyen-Orient. Le portefeuille offre un rendement de 7,6% pour une durée de 4,1. Les principales devises sont le real brésilien, le rand sud-africain, la livre turque, le peso colombien et le zloty polonais.

Perspectives et points d'attention

- La politique de change de la Chine
- Le suivi par l'OPEP de la réduction des quotas pétroliers
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- La guidance par la BCE sur sa politique monétaire
- L'assainissement des bilans de certaines banques européennes
- Les flux de capitaux vers les marchés émergents
- Le début des négociations sur le Brexit

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

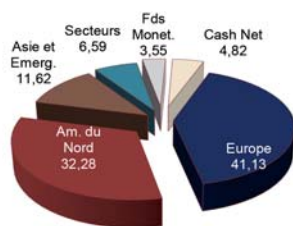
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

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

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

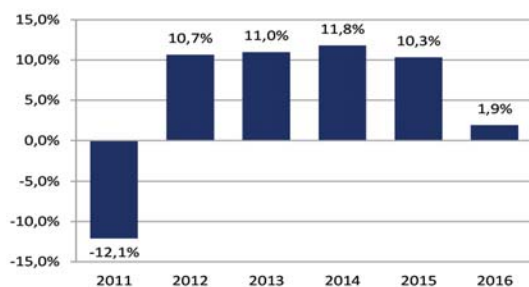
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 mai 2017	15,12€
VNI plus haut (9 mai 2017) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	10,26%
3 ans rend. actuariel :	8,75%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,36%

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 plusvalue :	Néant
Administrateur :	Caceis Belgium	Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

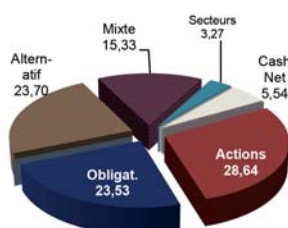
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

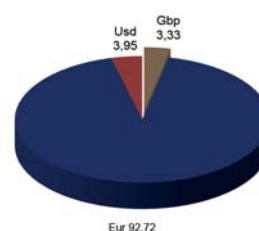
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

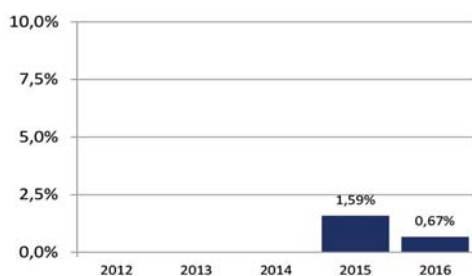
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 mai 2017	10,34€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	4,01%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	1,79%

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 plusvalue :	Néant
		Durée d'existence du produit :	Illimitée

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : info@leleuxinvest.be. Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : Ombudsman@OmbFin.be. (*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

■ **Jeudi 8 juin 2017 : Conférence**

L'automobile de demain vue par BMW

Langue : Français

Lieu / Heure : L'Orangerie du Château de Seneffe - Rue Lucien Plasman 7 - 7180 Seneffe / 19h

Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier chez Leleux Associated Brokers et Monsieur Christophe Weerts, Corporate Communications Manager chez BMW Group

Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 15 juin 2017 : Conférence**

Défis et perspectives des marchés boursiers

Langue : Français

Lieu / Heure : L'agence de Liège - 2 Place St-Paul / 18h30

Orateur : Monsieur Vincent Van Dessel, CEO chez Euronext Bruxelles et Monsieur Olivier Leleux, CEO chez Leleux Associated Brokers

Inscriptions : 0800/255 11

BRUXELLES	Siège Social Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
SOIGNIES	Siège Administratif Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
AALST	Agences Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
ANTWERPEN	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Schuttersvest, 4A	Tél: +32 15 45 05 60
MELSELE	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
MONS	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
NAMUR	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
OVERIJSE	Kasteel de Marnix, 1	Tél: +32 2 880 53 70
TOURNAI	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
UCCLE	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
WATERLOO	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
WAVRE	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

26 mai 2017