

## Edito

Un des enjeux majeurs des années à venir pour les pouvoirs publics en Europe réside dans le financement des allocations de remplacement, et plus précisément dans le financement des systèmes de pension. Le fameux "Welfare State", ou "Etat providence", porté par les idées généreuses d'après-guerre, est mis sous pression sous l'effet simultané du vieillissement de la population et de l'augmentation de l'espérance de vie grâce aux progrès de la science. Et ce phénomène est appelé à s'amplifier dans les prochaines années dans la plupart des pays européens, dont la Belgique.

Jusqu'à présent, les gouvernements nationaux qui ont osé affronter le sujet se comptent sur les doigts d'une main. Généralement, la problématique des pensions a été abordée en imaginant tout simplement un report de l'âge légal de deux ans, et souvent en multipliant les exceptions.

C'est notamment ce que le gouvernement fédéral est en train de mettre en place dans notre pays. En réalité, les gouvernements nationaux craignent de devoir annoncer une très mauvaise nouvelle à leurs électeurs : le système de pension, tel qu'il existe aujourd'hui, va devenir très rapidement imposable.

Notre gouvernement fédéral joue clairement la montre. D'une part, il tente de garder sous contrôle les dépenses de pension en plaçant l'âge légal officiel à 67 ans à partir de 2030. Mais il sait que cela ne sera pas suffisant. Il invite donc d'autre part les citoyens à se constituer une épargne retraite pour compléter l'intervention de l'Etat.

Il n'est pas anodin qu'une des mesures

phares du fameux accord de l'été du gouvernement fédéral consistait à remonter le plafond déductible des versements en Epargne-Pension de 940,00 EUR à 1.200,00 EUR à partir de 2018. Le message du gouvernement nous semble dès lors très clair.

A ce titre, nous invitons les investisseurs à s'informer sur cette mesure et à en discuter avec nos chargés de clientèle. Car la mesure s'accompagne d'un coût. Là où le contribuable bénéficie d'un abattement fiscal de 30% s'il investit moins de 940,00 EUR par an dans un produit d'Epargne-Pension, cet abattement fiscal ne sera plus de 25% s'il investit plus de 940,00 EUR et moins de 1.200,00 EUR. Les passionnés de mathématiques auront vite fait leurs comptes. Investir entre 940,00 EUR et 1.128,00 EUR offrira un abattement fiscal moins important (parce que fixé à 25%) qu'investir 940,00 EUR (avec un abattement de 30%).

Chez Leleux Associated Brokers, nous vous recommandons de profiter de cette nouvelle mesure et de constituer votre capital Epargne-Pension en investissant le montant maximum déductible, à savoir 1.200,00 EUR par an ou 100,00 EUR par mois. Ce ne sont pas tant les 18,00 EUR d'abattement fiscal supplémentaire que vous procureront les 260,00 EUR supplémentaires investis par an, mais surtout la constitution chaque année d'un patrimoine dont vous pourrez librement bénéficier lorsque une retraite bien méritée viendra frapper à votre porte.

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.

<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)

553,38 +3,0%<sup>(1)</sup> ✓  
+14,5%<sup>(2)</sup> ✓

### BEL 20 (Belgique)

4.096,38 +2,0%<sup>(1)</sup> ✓  
+13,6%<sup>(2)</sup> ✓

### CAC 40 (France)

5.503,29 +3,3%<sup>(1)</sup> ✓  
+13,2%<sup>(2)</sup> ✓

### DAX (Allemagne)

13.229,57 +3,1%<sup>(1)</sup> ✓  
+15,2%<sup>(2)</sup> ✓

### FTSE (G-B)

7.493,08 +1,6%<sup>(1)</sup> ✓  
+4,8%<sup>(2)</sup> ✓

### SMI (Suisse)

9.242,18 +0,9%<sup>(1)</sup> ✓  
+12,4%<sup>(2)</sup> ✓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.224,78 +1,6%<sup>(1)</sup> ✓  
+7,1%<sup>(2)</sup> ✓

### DJIA (USA)

23.377,24 +4,3%<sup>(1)</sup> ✓  
+18,3%<sup>(2)</sup> ✓

### NASDAQ (USA)

6.727,67 +3,6%<sup>(1)</sup> ✓  
+25,0%<sup>(2)</sup> ✓

### TS 300 (Canada)

16.025,59 +2,5%<sup>(1)</sup> ✓  
+4,8%<sup>(2)</sup> ✓

### NIKKEI (Japon)

22.011,61 +8,1%<sup>(1)</sup> ✓  
+15,2%<sup>(2)</sup> ✓

### MSCI World

2.036,80 +1,8%<sup>(1)</sup> ✓  
+16,3%<sup>(2)</sup> ✓

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



L'augmentation de l'activité mondiale qui a débuté en 2016 s'est accélérée au premier semestre de 2017, du fait d'un affermissement de la croissance de la demande intérieure dans les pays avancés et en Chine, ainsi que d'une amélioration des résultats dans d'autres grands pays émergents. La reprise soutenue de l'investissement mondial a stimulé l'activité dans le secteur manufacturier. La croissance du commerce mondial a ralenti au deuxième trimestre après une très forte expansion au premier. Les indices mondiaux des directeurs d'achats et d'autres indicateurs à haute fréquence donnent à penser que la croissance mondiale a maintenu son élan au troisième trimestre de 2017.

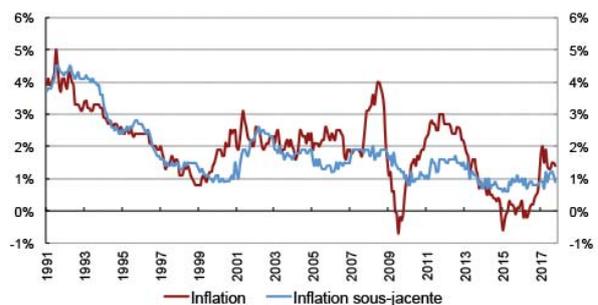
Parmi les pays avancés, la demande intérieure et la production ont augmenté plus rapidement au premier semestre de 2017 qu'au deuxième semestre de 2016. Aux Etats-Unis, la faiblesse de la consommation au premier trimestre s'est avérée temporaire, tandis que l'investissement des entreprises a continué de progresser, en partie du fait d'une reprise dans le secteur de l'énergie. Dans la zone euro et au Japon, l'affermissement de la consommation privée, de l'investissement et de la demande extérieure a stimulé la croissance globale au premier semestre de l'année. Dans la plupart des autres pays avancés, à l'exception notable du Royaume-Uni, la croissance s'est accélérée au premier semestre de 2017 par rapport au deuxième semestre de 2016, avec une contribution de la demande intérieure et extérieure.

Parmi les pays émergents, l'augmentation de la demande intérieure en Chine et la reprise soutenue dans les principaux pays émergents ont soutenu la croissance au premier semestre de 2017. En Inde, la croissance a ralenti, du fait de l'impact persistant de l'échange des billets, ainsi que de l'incertitude liée à la mise en place au milieu de l'année de la taxe nationale sur les biens et services. La hausse de la demande extérieure a stimulé la croissance dans les autres pays émergents d'Asie de l'Est. Au Brésil, la bonne tenue des exportations et la baisse du rythme de contraction de la demande intérieure ont permis à l'économie de retrouver la croissance au premier trimestre de 2017, après huit trimestres de contraction. Le Mexique a maintenu sa dynamique de croissance, en dépit de l'incertitude liée à la renégociation de l'accord de libre-échange nord-américain et d'un durcissement notable de la politique monétaire au cours des deux dernières années. Le redressement de la demande intérieure et extérieure a favorisé un rebond de la croissance en Russie. Les conflits internes et internationaux dans certaines parties du Moyen-Orient ont continué de peser sur l'activité économique.

L'inflation globale a fléchi depuis le printemps : les effets du rebond des prix du pétrole en 2016 se sont estompés et le recul des prix du pétrole (entre mars et juillet) a commencé à exercer une pression à la baisse. Les anticipations inflationnistes pour l'année ont donc diminué, surtout dans les pays émergents. L'inflation hors alimentation et énergie a été modérée de manière générale.

Dans la plupart des pays avancés, elle n'a pas augmenté de manière ferme pour se rapprocher des objectifs fixés par les banques centrales, même si la demande intérieure s'est accélérée et que les taux de chômage ont diminué par rapport à l'année précédente. Dans la zone euro, l'inflation hors alimentation et énergie reste bloquée aux environs de 1,2% depuis avril (après avoir stagné juste au-dessous de 1% pendant deux ans), tandis qu'au Japon, elle est restée légèrement négative pendant six mois jusqu'à fin juillet. Aux Etats-Unis, où l'inflation hors alimentation et énergie est plus élevée, la variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation des ménages est tombée à 1,6% en septembre, contre un peu moins de 2% au début de 2017. Ce recul s'explique en partie par des facteurs ponctuels (y compris une réduction des prix des forfaits de téléphonie mobile et des médicaments sur ordonnance). Dans beaucoup d'autres pays avancés, les tensions inflationnistes sont faibles aussi. Le Royaume-Uni, où la forte dépréciation de la livre depuis l'été 2016 s'est traduite par une hausse des prix à la consommation, constitue une exception.

Inflation zone euro



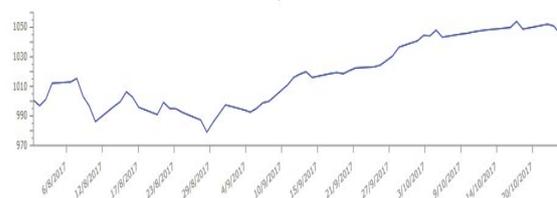
L'atonie de l'inflation hors alimentation et énergie dans les pays avancés, qui est surprenante étant donné que l'activité est plus vigoureuse que prévu, a coïncidé avec le fait que la baisse du chômage se traduit lentement par une accélération de la croissance des salaires. Les salaires réels dans la plupart des grands pays avancés ont évolué plus ou moins parallèlement à la productivité du travail ces dernières années. La croissance modeste des salaires nominaux tient en partie à l'atonie de la productivité du travail. Cependant, la persistance de capacités de production inemployées sur le marché du travail constitue un frein important : la croissance des salaires a été particulièrement faible là où le chômage et la part des travailleurs qui travaillent à temps partiel de manière involontaire demeurent élevés. Cette observation a pour corollaire que, lorsque les entreprises et les travailleurs seront plus confiants dans les perspectives et que les marchés du travail se tendront, les salaires devraient s'accélérer. A court terme, l'augmentation des salaires devrait se traduire par une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, et la hausse des prix devrait à son tour stimuler la croissance des salaires nominaux dans une dynamique qui se renforce d'elle-même.



## Europe

“Super Mario” a encore frappé ! Le programme monétaire sera prolongé d’au-moins 9 mois à un rythme moins rapide (30 milliards d’euros d’obligations rachetées par mois contre 60 actuellement, et 80 antérieurement). Dans cet environnement, les indices poursuivent leur progression, même si l’évolution des taux d’intérêt vient perturber les anticipations sur le secteur bancaire (13% du poids des indices en zone euro). Pour finir notre commentaire, ne perdons pas de vue ce qu’il se passe dans la péninsule ibérique. En effet, à l’heure où nous écrivons ces lignes, la Catalogne vient de proclamer son indépendance.

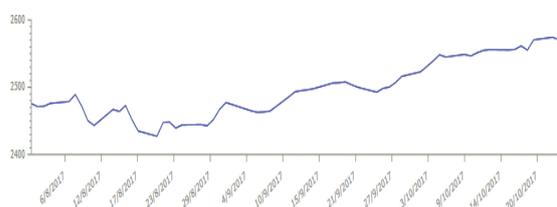
EURO STOXX 50



## États-Unis

Avec l’adoption par le Congrès du budget fédéral, la voie s’éclaircit pour la grande réforme fiscale du président Donald Trump, dont les détails doivent être présentés le 1<sup>er</sup> novembre. Rappelons que le président américain avait annoncé comme promesse électorale d’abaisser le taux d’imposition des sociétés de 35% à 20%. A titre d’information, les grandes sociétés américaines enregistrent un taux d’imposition moyen de 28%. Mécaniquement, la baisse des impôts aura un effet positif sur le bénéfice final et les flux de trésorerie. Mieux, la baisse des impôts est un “oxygène” pour l’économie. Vous l’aurez compris, “America is back” !

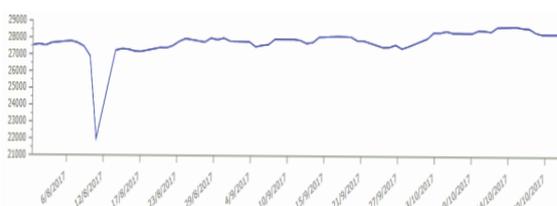
S&P 500



## Pays émergents

Après “Super Mario”, place au « sacre du Roi ». Le grand événement de ces derniers jours était bien évidemment le 19<sup>ème</sup> congrès du Parti communiste chinois où le « numéro un », Xi Jinping, a profité de l’occasion pour rejoindre les plus grands dirigeants chinois de l’histoire récente. C’est un événement majeur, à la fois au niveau politique et économique. Cet événement attire donc l’attention à l’échelle internationale, ce qui explique pourquoi les volumes sur les indices boursiers en Chine sont plus élevés que d’habitude.

HANG SENG



### Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,70%	03/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	58,5	59,8	03/11
JAP	Produit Intérieur Brut	1,4	2,5%	15/11
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	1,00%	15/11
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,10%	15/11
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,10%	16/11
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	68,0	16/11
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,50	23/11
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	109,1	24/11
JAP	Vente au détail base mensuelle	0,80%	0,80%	29/11
EMU	Confiance économique	113,3	114,0	29/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	59,5	58,7	01/12
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,50%	1,25%	13/12
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	14/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	21/12

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,38%</b>	+5 <sup>(1)</sup> -6 <sup>(2)</sup>
<b>EUR</b>	
<b>0,36%</b>	-10 <sup>(1)</sup> +16 <sup>(2)</sup>
<b>Allemagne</b>	
<b>0,36%</b>	-10 <sup>(1)</sup> +16 <sup>(2)</sup>
<b>Autriche</b>	
<b>0,54%</b>	-9 <sup>(1)</sup> +11 <sup>(2)</sup>
<b>Belgique</b>	
<b>0,60%</b>	-13 <sup>(1)</sup> +7 <sup>(2)</sup>
<b>Espagne</b>	
<b>1,46%</b>	-14 <sup>(1)</sup> +8 <sup>(2)</sup>
<b>Finlande</b>	
<b>0,52%</b>	-10 <sup>(1)</sup> +18 <sup>(2)</sup>
<b>France</b>	
<b>0,76%</b>	+1 <sup>(1)</sup> +7 <sup>(2)</sup>
<b>Grèce</b>	
<b>5,47%</b>	-19 <sup>(1)</sup> -164 <sup>(2)</sup>
<b>Irlande</b>	
<b>0,58%</b>	-16 <sup>(1)</sup> -17 <sup>(2)</sup>
<b>Italie</b>	
<b>1,83%</b>	-28 <sup>(1)</sup> +1 <sup>(2)</sup>
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,47%</b>	-11 <sup>(1)</sup> +11 <sup>(2)</sup>
<b>Portugal</b>	
<b>2,07%</b>	-31 <sup>(1)</sup> -169 <sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois  
en points de base

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

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

En octobre, tous les yeux étaient tournés sur la réunion stratégique de la BCE. Le consensus général parmi les économistes était que la banque centrale prolongerait ses achats d'obligations de neuf mois, et qu'elle en diminuerait de moitié le montant mensuel. Par ailleurs, on s'attendait également à ce que la BCE annonce le calendrier complet de son "tapering". La décision finale était plus ou moins conforme à ces attentes. Le 26 octobre 2017, la BCE a annoncé sa décision de poursuivre ses achats d'obligations jusqu'au moins septembre 2018, et ce, à un rythme plus faible de 30 milliards d'euros par mois (à compter de janvier 2018). On remarquera cependant qu'aucune échéance n'a été associée au programme d'achats, et qu'aucun calendrier spécifique n'a été communiqué. De plus, il a été répété que les achats d'obligations pourraient être accrus en cas de détérioration des perspectives économiques, et que le programme ne serait pas arrêté "subitement". La porte a été ainsi laissée ouverte à une prolongation des stimuli monétaires. La BCE a également souligné à nouveau que les taux d'intérêt resteront au niveau actuel jusque bien après l'horizon des achats d'actifs. Le tout laisse présager que l'assouplissement quantitatif durera au moins jusqu'en 2019, et que le premier relèvement des taux aura lieu plus tard que prévu initialement. Dans ce contexte, l'euro et le taux à 10 ans sur les obligations publiques ont baissé.

La BCE a ainsi pris une double décision. D'une part, on peut observer une reprise économique dans la zone euro (ce qui justifie la réduction des achats d'actifs), d'autre part, la pression inflationniste intérieure reste trop faible (ce qui légitime une prolongation du programme d'achat sans échéance spécifique). Bien que la zone euro présente un profil de croissance similaire aux États-Unis, les deux banques centrales ont opté pour l'instant pour une approche stratégique complètement différente. Ainsi, on a pu conclure de la dernière réunion de la FED de septembre dernier qu'un nouveau relèvement des taux était garanti en décembre 2017 si les perspectives économiques restaient inchangées à moyen terme. Comme les récents indicateurs étaient encourageants, on s'attend toujours à

ce que la FED relève les taux à 1,25-1,50% en décembre. On s'attend également à ce que l'inflation de base s'accroisse l'an prochain et que les mesures de relance fiscale soient enfin prises. C'est pourquoi on prévoit que la FED relèvera encore trois fois ses taux d'intérêt en 2018 (à 2,00-2,25%). La réunion stratégique de novembre pourra apporter de plus amples informations à cet égard. Entre-temps, tous les regards seront braqués vers le président américain, qui a assuré qu'il nommerait le nouveau président de la FED avant son départ pour l'Asie le 3 novembre. Pour l'instant, le favori est Jerome Powell. John Taylor (mieux connu pour la "Taylor-rule"), Janet Yellen et Kevin Warsh sont également cités. Quelle que soit l'issue du choix présidentiel, il ne faut pas attendre d'importants changements dans l'orientation de la politique monétaire. Les taux d'intérêt augmenteront quoi qu'il en soit sur fond d'amélioration des indicateurs économiques. Toutefois, une nomination de Taylor ou Warsh, tous deux considérés comme des "faucons", pourrait changer les attentes concernant l'évolution de la politique monétaire. Ainsi, Taylor, connu pour la formule mathématique du même nom qui fait dépendre le taux directeur de la banque centrale de l'inflation et de la croissance économique, critique la politique monétaire trop souple de la FED depuis la crise financière. Si ces règles devaient être appliquées aujourd'hui, le taux directeur s'élèverait à 4 %, ce qui est nettement plus que les 1,25 % actuels. C'est précisément pour cette raison qu'il est moins probable que le président Trump, qui se profile comme un "low-interest rate guy", nomme Taylor ou Warsh. De ce point de vue, l'actuelle présidente de la FED, Janet Yellen, qui est favorable à un climat de taux bas, dispose d'une longueur d'avance. Cependant, c'est également une fidèle partisane d'une réglementation financière stricte, ce qui semble être un obstacle pour le président. Powell est ainsi le favori des observateurs, puisqu'il garantit aussi une certaine continuité. Ainsi, il est partisan d'un climat de taux bas, est républicain et est favorable à un assouplissement de la réglementation bancaire. Mais comme les marchés financiers ne sont pas convaincus des "capacités" de Powell, on a déjà pu noter une hausse des taux à long terme.

# Marchés obligataires

Adrian De Grève  
Gestionnaire de portefeuille



Les banques centrales continuent d'attirer l'attention des investisseurs. La réunion de la BCE du 26 octobre était un évènement très attendu. Même si le "récalibrage" était prévu, les options (durée et montant des achats d'actifs obligataires) que Mario Draghi se laisse ont donné un signal favorable entraînant les taux d'intérêt allemands plus bas. Mise à part les tensions en Espagne, la nomination du prochain président de la FED pourrait perturber les marchés obligataires. Parmi les candidats, certains sont plus enclins à une hausse plus rapide des taux d'intérêt directeurs que l'actuelle présidente Janet Yellen. Actuellement, le marché associe une probabilité de 80% d'une hausse des taux d'intérêt directeurs de 25 points de base lors de la réunion de la Fed en décembre prochain.

Les écart de rendement des emprunts privés par rapport aux emprunts publics ont continué à diminuer. En octobre, les bonnes perspectives et les bons fondamentaux de l'économie européenne ont permis aux obligations de nettement mieux performer que leurs comparses américaines. Néanmoins, les obligations américaines ont mieux performé que les obligations européennes avec des progressions de respectivement 2,2%, 5,6% et 6,5% pour les obligations américaines souveraines, d'entreprises de qualité et d'entreprises high yield. Les émissions primaires se sont chiffrées en octobre à un total de 17,3 milliards d'euros, ce qui est nettement moins que le montant enregistré l'année passée pour la même période.

La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (EONIA) anticipés est inchangée. Les intervenants de marché continuent de prévoir une période prolongée de taux monétaires négatifs, et ce jusqu'au premier semestre 2020.

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

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

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/10/17	Variation depuis 31/12/16
<b>Investment Grade</b>		
AAA	1,09%	-8
AA	1,00%	4
AA	0,77%	10
A	0,91%	-4
BBB	1,31%	-19
<b>High Yield</b>	2,40%	-85

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/10/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,63%	4
OLO 5 ans	-0,28%	12
OLO 7 ans	0,16%	29
OLO 10 ans	0,60%	7
OLO 30 ans	1,69%	10

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	IBRD	3,000%	06.02.2027	101,00%	2,89%	I+++	XS1550144668	2.000
GBP	Renault	1,875%	08.11.2022	100,80%	1,70%	I	FR0013293883	1.000
TRY	EBRD	9,500%	25.08.2020	93,75%	12,25%	I+++	XS1671641881	10.000
USD	Amgen	3,200%	02.11.2027	99,50%	3,26%	I	US031162CQ15	2.000
USD	Colgate-Palmolive	2,250%	15.11.2022	99,84%	2,28%	I++	US19416QEL05	1.000
ZAR	EIB	8,750%	18.08.2025	101,85%	8,24%	I+++	XS1274823571	5.000

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** +1,5%<sup>(1)</sup>   
-9,7%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,14** +0,5%<sup>(1)</sup>   
-2,9%<sup>(2)</sup>

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

**0,76** +0,4%<sup>(1)</sup>   
-7,1%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,11** -1,2%<sup>(1)</sup>   
-4,5%<sup>(2)</sup>

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

**13,44** 0,00<sup>(1)</sup> =  
-0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,86** -1,4%<sup>(1)</sup>   
-7,7%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,66** -0,8%<sup>(1)</sup>   
-3,9%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,67** -1,9%<sup>(1)</sup>   
-5,9%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,90** +1,3%<sup>(1)</sup>   
+5,4%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,24** +1,7%<sup>(1)</sup>   
+3,8%<sup>(2)</sup>

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

**0,32** +0,1%<sup>(1)</sup>   
-0,5%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

**0,10** -1,3%<sup>(1)</sup>   
-1,8%<sup>(2)</sup>

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

## USD/EUR

Après la décision de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) dans l'ensemble conforme aux attentes mais jugée prudente par les cambistes, l'euro a fortement diminué face au dollar.



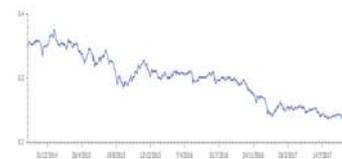
## GBP/EUR

La livre sterling continue de faire du yoyo vis-à-vis de l'euro. Le sterling était sous pression tout d'abord après les propos de la Banque d'Angleterre (BoE), qui a indiqué qu'une hausse des taux le mois prochain n'était pas acquise. Or les récents chiffres de la croissance ont ravivé les anticipations de resserrement monétaire.



## TRY/EUR

La bourse d'Istanbul et la livre turque se sont nettement repliées car plombées par l'escalade diplomatique entre la Turquie et les États-Unis. Cette escalade diplomatique n'est en tout cas pas du goût des investisseurs qui délaissent massivement les actifs turcs.



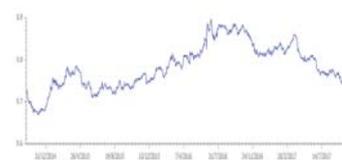
## NOK/EUR

Dans un communiqué de seulement quelques lignes, le gouverneur de la Norges Bank indique que les conditions n'ont pas évolué depuis son rapport publié le 21 septembre dernier et qu'une politique accommodante "reste nécessaire".



## JPY/EUR

Le yen continue de baisser après la large victoire de la coalition du chef du gouvernement japonais Shinzo Abe aux élections législatives anticipées. Ainsi, la poursuite des réformes de relance surnommée "abonomics" passant par un soutien monétaire très marqué via des taux d'intérêt négatifs va continuer.



## AUD/EUR

Les récents niveaux d'inflation en Australie pèsent sur le dollar australien.





## Performance boursière

Le taux à 10 ans a reculé de 13 points de base au mois d'octobre, passant de 0,73% fin septembre à 0,60% fin octobre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a également reculé de 10 points de base à 1,11%, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Malgré la baisse des taux, les SIR ont enregistré un return médiocre (-1,7% coupons compris) en octobre. Les plus forts reculs ont concerné Retail Estates (-6,5%), Ascencio (-5,8%) et Montea (-4,5%). Les plus fortes hausses sont à mettre au crédit de Vastned Retail Belgium (+3,4%) et Aedifica (+2,5%).

Cinq SIR ont publié leurs résultats trimestriels en octobre. Ceux-ci ne présentaient pas d'écart significatif par rapport aux informations fournies à la publication des résultats semestriels.

## Information financière

Care Property Invest (CPINV) a procédé à une augmentation de capital de 72,1 millions EUR via l'émission de deux actions nouvelles par lots de sept actions existantes. Les nouvelles actions ont été émises à 16,80 EUR, une décote de 15,5% sur le cours boursier préalable au début de l'opération. CPINV prévoit un dividende de 0,68 EUR par action pour l'ensemble de l'exercice 2017, dont 0,557 EUR a été détaché au début de l'augmentation de capital. Le montant de l'augmentation de capital sera utilisé pour financer des acquisitions et projets déjà identifiés/annoncés.

CPINV a également acquis une maison de repos en région bruxelloise pour 16,7 millions EUR. La maison de repos sera exploitée par Qualy@Beersel SPRL et comptera 78 chambres. Après l'augmentation de capital, CPINV a encore acquis deux centres de soins et de logement à Wolveterm et Deinze.

WDP lancera la deuxième phase de l'investissement en panneaux solaires aux Pays-Bas avec un investissement de

25 millions EUR pour une capacité supplémentaire de 25 MWp. La capacité totale de WDP atteint ainsi 85 MWp. WDP a également été élue Entreprise de l'année 2017.

XIOR commence le développement d'un bâtiment avec 180 unités de logements pour étudiants à Groningue (nord des Pays-Bas). L'investissement total s'élève à 20 millions EUR, pour un rendement attendu de 6,5%. La réception est prévue pour avril 2018 et le projet bénéficie d'une garantie locative de 650.000 EUR. Cela signifie qu'à la réception, 50% des revenus locatifs potentiels sont déjà garantis.

Ascencio a remplacé son CEO Marc Brisack par Vincent Querton, qui devient également membre du conseil d'administration en tant que représentant de la famille Mestdagh (fondateurs d'Ascencio) en remplacement de Carl Mestdagh. Carl Mestdagh devient président du conseil d'administration. Aucune explication n'a été donnée à ces modifications dans le management.

Wereldhave Belgium a vu ses revenus locatifs augmenter de 0,5% à 37,6 millions EUR au troisième trimestre. Le taux d'occupation a également légèrement progressé à 96,1%. Les perspectives pour 2017 (EPS entre 5,65-5,75 EUR) sont confirmées. Eddy De Landtsheer (CFO) quittera la société au 31 janvier 2018. Il sera remplacé par Cédric Biquet, actuellement Chief Investment Officer chez Befimmo.

QRF acquiert six immeubles commerciaux à Anvers et Ostende pour une valeur d'investissement totale de 12,5 millions EUR. Le financement s'effectue par apport en nature et l'émission de 536.020 actions nouvelles à un prix d'émission de 23,32 EUR. Les actions donneront droit à dividende à partir de l'exercice 2018.

Leasinvest a annoncé une modification considérable dans son portefeuille. Les trois magasins suisses ont été vendus pour 41,8 millions EUR, les trois immeubles logistiques belges (65 % du portefeuille logistique), pour 60 millions EUR. À Ostende, deux importants parcs retail ont été achetés pour 56,2 millions EUR. Plusieurs magasins ont également été achetés à Luxembourg.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/09/17	31/12/16	31/10/16		
Aedifica	81,80	2,5%	21,2%	17,2%	25,2	3,1%
Care Property Invest	18,13	-3,6%	-1,8%	-0,2%	24,5	3,6%
XIOR	40,00	0,2%	21,2%	20,7%	28,6	3,0%
Home Invest Belgium	94,50	1,2%	0,3%	-0,3%	33,1	4,4%
QRF	23,99	-1,1%	-10,8%	-5,6%	15,5	5,7%
Retail Estates	68,81	-6,5%	-5,6%	-5,7%	14,0	5,1%
Vastned Retail Belgium	46,50	3,4%	-9,5%	-12,5%	19,1	5,2%
Ascencio	57,72	-5,8%	-7,8%	-6,5%	14,0	5,8%
Wereldhave Belgium	91,00	-2,2%	-11,5%	-16,1%	15,8	5,7%
Warehouses Estates Belgium	60,12	-2,5%	-6,1%	-1,6%	16,9	5,8%
Leasinvest Real Estate	95,86	-4,0%	-3,5%	-4,2%	18,1	5,1%
Befimmo	53,34	-0,1%	1,7%	2,2%	14,2	6,5%
Cofinimmo	108,95	0,3%	5,3%	7,2%	16,4	5,1%
Montea	43,15	-4,5%	1,9%	4,9%	16,8	5,0%
WDP	92,83	-2,8%	14,6%	16,9%	16,7	4,9%
Intervest Offices & Warehouses	21,89	-1,4%	-2,7%	-3,8%	15,1	6,4%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ CARREFOUR (ISIN FR0000120172 - 16,52 EUR)

### ■ Profil

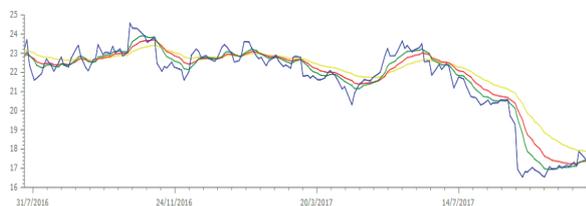
Carrefour est le n°1 européen et le n°2 mondial de la grande distribution. L'activité du groupe s'organise autour de 3 types de magasins :

- hypermarchés : détention, à fin 2016, de 1 328 magasins sous l'enseigne Carrefour ;
- supermarchés : détention de 3 227 magasins sous les enseignes Market et Bairo ;
- autres : exploitation d'un réseau de 7 075 magasins de proximité (enseignes Express, City, Contact, Montagne, Proxi, 8 à Huit, etc.), de 305 magasins Cash & Carry, de magasins de gros, et de sites de commerce électronique (Carrefour et Ooshop).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (46,8%), Europe (26,2%), Amérique latine (18,9%) et Asie (8,1%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,88x  
Cours/Actif Net : 1,09x  
Rendement : 4,00%



### ■ Notre opinion

#### Des revenus faibles au troisième trimestre

Le Groupe Carrefour a vu son chiffre d'affaires augmenter de 0,4% au troisième trimestre 2017, à 21,9 milliards, ce qui en fait le plus faible trimestre de l'année 2017. D'une part, nous retrouvons des taux de croissance positifs en Europe et en Amérique, mais d'autre part, nous observons une baisse des ventes en France et en Asie. Les effets de change ont eu un impact négatif de 1,5% sur la croissance des revenus. Sans ces effets de change négatifs, la croissance sur le troisième trimestre aurait été de 1,9%.

La faible croissance en France s'explique par la poursuite des promotions et par la baisse des prix des fruits et légumes. En Asie, il y a aussi des effets négatifs sur le taux de change. Le lancement de l'introduction en Bourse des activités brésiliennes en juillet a été un succès, même si la fixation du prix était située dans le bas de la fourchette.

Le Groupe Carrefour maintient ses attentes pour l'ensemble de l'année. Sur 2017, le Groupe anticipe une croissance des ventes à taux de change constant, comprise entre 2 et 4%.

Chiffres (Mln EUR)	3Q16	3Q17	Δ %
France	10.169	10.042	-1,3%
Europe	5.625	5.894	4,8%
Amérique latine	4.233	4.290	1,4%
Asie	1.754	1.633	-6,9%
<b>TOTAL</b>	<b>21.781</b>	<b>21.859</b>	<b>0,4%</b>

Le Groupe confirme un budget d'investissement de 2,2 à 2,3 milliards d'euros, tandis que les flux de trésorerie disponibles pour 2017 devraient être conformes à ceux de 2016.

Selon le journal français "Investir", le gouvernement français veut freiner la spirale des prix à la baisse qui a pris naissance en France avec les hypermarchés qui réduisent systématiquement leurs prix pour protéger leur part de marché. Par exemple, le seuil de prix en-dessous duquel on ne peut pas vendre (avec perte) pourrait être augmenté. Ce serait une bonne nouvelle pour Carrefour, car cela permettrait au Groupe de se concentrer sur la numérisation, le format des différents magasins et la marges brute, plutôt que de tenter de préserver ses parts de marché.

Les chiffres sur les ventes du T3 2017 étaient faibles, mais conformes aux attentes des analystes. La confirmation des prévisions annuelles était un soulagement. Le marché attend avec impatience la présentation d'un plan de redressement que le nouveau PDG Alexandre Bompard doit présenter avant la fin de 2017. Les défis sont nombreux. Le modèle des hypermarchés en France (20% du chiffre d'affaires du Groupe et 75% des ventes en France) ne correspond plus forcément aux attentes des clients, mais plutôt celui des supermarchés de proximités. Alexandre Bompard doit donc essayer de donner un nouvel élan aux hypermarchés en France. En outre, Carrefour se lance dans la transformation numérique et nécessitera donc de nombreux investissements. La structure du Groupe Carrefour devra également être simplifiée.

L'objectif moyen du consensus ressort vers les 19,50 EUR. Nous continuons d'être à l'achat.

### ■ Tendance technique

Techniquement parlant, le titre Carrefour 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.

Le support majeur se situe à 16,30 EUR et le support intermédiaire à 16,40 EUR. La résistance majeure se situe à 23,70 EUR et la résistance intermédiaire à 23,70 EUR.

A ce jour, le profil de risque du titre Carrefour résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



## ■ ECONOCOM (ISIN BE0974266950 - 6,65 EUR)

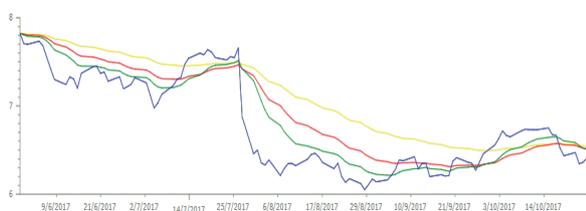
### ■ Profil

Econocom Group est une entreprise belge spécialisée dans la gestion des infrastructures informatiques et de télécommunications des entreprises. Le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit : IT Financing Services (50%), Managed Services (32%) et Products and Solutions (18%).

La répartition géographique des ventes est la suivante : Belgique et Luxembourg (13%), France (54%), Europe du sud (19%) et autres (13%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 16,45x  
Cours/Actif Net : 4,33x  
Rendement : 1,60%



### ■ Notre opinion

#### Une valeur de croissance belge

L'objectif de cette note est de faire une rapide synthèse sur l'annonce du récent plan stratégique à horizon 2022.

Avec une croissance annuelle moyenne de 8% des revenus depuis l'année 2000, le spécialiste de l'infogérance peut sans l'ombre d'un doute être classé parmi les sociétés de croissance. Concernant les perspectives, la direction du Groupe confirme s'attendre "à une croissance organique soutenue (supérieure à 5%) pour ses revenus et une croissance à deux chiffres de son résultat opérationnel courant". En outre, l'on attendra le nouveau plan stratégique qui sera présenté le 3 octobre prochain ("e-come excellence").

Pour atteindre une croissance soutenue, le spécialiste des services liés à la transformation numérique a bien évidemment dû procéder à de nombreuses acquisitions, d'où une progression du bilan comptable de 13% chaque année en moyenne depuis 2000. Récemment, Econocom a annoncé trois acquisitions (France, Allemagne et Royaume-Uni). Ces acquisitions correspondent bien à la stratégie du groupe (voir détail ci-dessous). Econocom avait déjà expliqué que l'un des éléments clés de son nouveau plan serait de se développer au Royaume-Uni et en Allemagne où il était actif de façon limitée.

A la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2017, la dette financière nette du Groupe s'établissait à 204 millions d'euros, soit 46% des

fonds propres (contre 105% il y a un an). Les métriques de solvabilité (levier financier, couvertures des frais financiers ou encore liquidité générale) se situent sur des niveaux sains. Cela signifie ainsi que le Groupe est capable d'assurer le service de sa dette financière et de ses autres endettements (fournisseurs, impôts, etc.) sans endommager sa performance économique.

#### Nouveau plan stratégique (source Groupe du 03/10/2017)

Comme indiqué lors de notre analyse fondamentale du 15 septembre dernier, le Groupe Econocom vient de publier son nouveau plan stratégique au nom de "e for excellence". Ci-dessous, nous reprenons les grandes lignes de ce plan stratégique.

- Objectif de doubler le résultat opérationnel courant à 300 millions d'euros (contre 140 millions d'euros fin 2016), soit une marge opérationnelle d'environ 7,5% (5,5% fin 2016).
- Objectif d'atteindre un chiffre d'affaires de 4 milliards d'euros (contre 2,5 milliards d'euros fin 2016), soit une croissance moyenne annuelle d'environ 7% sur les 5 prochaines années.
- Poursuite des acquisitions ciblées.

L'ensemble des nouveaux éléments communiqués confirment une fois de plus que le titre Econocom fait partie des valeurs de croissance. Sur base des éléments actuels (source Bloomberg), le taux de croissance attendue des bénéfices par action est de +7% sur 2017, +11% sur 2018 et +9% sur 2019.

Les multiples de valorisation se situent sur des niveaux raisonnables au regard du taux de croissance attendue : le ratio cours/bénéfice estimé à fin 2017 ressort à 16,50x, et à 14,90x pour fin 2018. Le multiple cours/actif net ressort 4,33x, soit un niveau élevé en absolu, mais qui se justifie au regard de la rentabilité des capitaux propres (proche de 19%).

L'objectif moyen du consensus pointe vers les 7,80 EUR. Nous continuons de rester positifs sur ce dossier.

### ■ Analyse technique

Techniquement parlant, le titre Econocom 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.

La résistance majeure se situe à 6,85 EUR. Le support majeur se situe à 6,00 EUR et le support intermédiaire se situe à 6,50 EUR.

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

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## DANONE (ISIN FR0000120644 - 71,06 EUR)

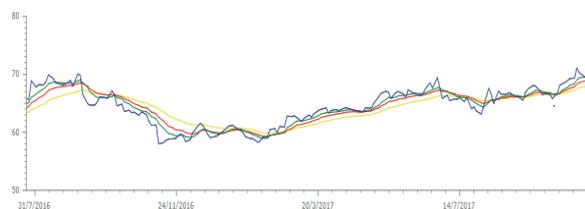
### Profil

Danone figure parmi les 1<sup>ers</sup> 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%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 19,08x  
Cours/Actif Net : 2,99x  
Rendement : 2,75%



### Notre opinion

#### Révision à la hausse des perspectives 2017

Au troisième trimestre de 2017, les ventes ont augmenté de 16,6%, à 6,5 milliards d'euros. La croissance à périmètre et taux de change constants s'établit à 4,7%, soit le meilleur trimestre 2017. La croissance des ventes a été plutôt portée par le prix que par le volume.

Cependant, la répartition des ventes montre que les ventes Essential Dairy & Plant-Based (EDP) International et EDP NORAM ont diminué. Cela s'explique principalement par le Brésil (-7,4% en volume et -5,4% en valeur). En revanche, le pôle Nutrition spécialisée s'est très bien comporté (+17,8%) avec une belle progression en "Early Life Nutrition China" (+50%).

Chiffres (Mln EUR)	3Q16	3Q17
EDP International	2.055	2.048
EDP Noram	627	1.290
Specialized Nutrition	1.168	1.844
Waters (FCF)	1.237	1.272
<b>TOTAL</b>	<b>5.537</b>	<b>6.454</b>

En dépit d'un début d'année relativement faible, Danone s'attend à une croissance du résultat opérationnel par action de plus de 12% en 2017. Les revenus devraient afficher une croissance en pro forma modérée sur une base autonome suite à l'intégration de WhiteWave. En revanche, la marge opérationnelle devrait s'améliorer durablement sur base comparable.

Danone a récemment annoncé la nomination d'Emmanuel Faber au poste de PDG, l'actuel directeur général du groupe agroalimentaire devenant également président à la place de Franck Riboud. Emmanuel Faber prendra ses nouvelles fonctions le 1er décembre.

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 a également été annoncé un programme de réduction des coûts de 1 milliard d'euros.

#### Conseil

L'exercice d'évaluation génère un objectif de cours de 73,5 EUR par action. Sur cette base, nous continuons à détenir l'action.

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 technique

Techniquement parlant, Danone 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.

La principale résistance se situe à 71,41 EUR. Au niveau des supports, la zone la plus importante se situe vers les 62,52 EUR, et la zone intermédiaire à 69,57 EUR.

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



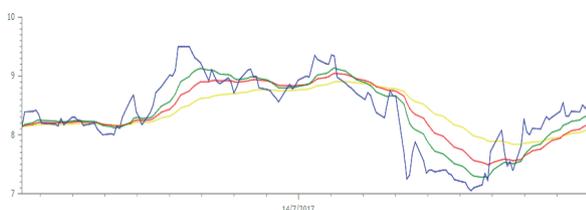
## ■ X-FAB (ISIN BE0974310428 - 7,60 EUR)

### ■ Profil

X-FAB Silicon Foundries SE est spécialisé dans la conception et la fabrication de circuits intégrés à signaux analogiques et mixtes destinés aux industries des semi-conducteurs et de l'électronique. Le groupe développe des systèmes micro-électro-mécaniques (MEMS) et des circuits sur plaquettes de carbure de silicium, notamment pour des applications automobiles, industrielles et médicales. Le CA par marché se ventile entre industrie automobile (41,2%), communication (30,2%), produits de consommation (11,7%), industries (10,5%), santé (2,5%) et autres (3,9%). A fin 2016, X-FAB Silicon Foundries SE dispose de 6 sites de production implantés en Allemagne (3), en France, en Malaisie et aux Etats-Unis. La répartition géographique du CA est la suivante : Belgique (33,6%), Allemagne (9,4%), Royaume Uni (5,4%), Suède (2,6%), Europe (3,4%), Chine (23,9%), Singapour (2,8%), Malaisie (2,1%), Japon (2%), Asie (5%), Etats-Unis (9,6%) et autres (0,2%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 21x  
Cours/Actif Net : 1,84x  
Rendement : N/A



### ■ Notre opinion

#### Faible valorisation pour une valeur de croissance

“Selon le rapport McClean, le secteur des semi-conducteurs a enregistré une croissance annuelle moyenne des revenus de 4,9% entre 1996 et 2016 et devrait croître à 5,2% entre 2016 et 2021” (source prospectus IPO X-FAB). D'autres cabinets d'études avancent des prévisions qui peuvent être différentes, mais force est de constater que la croissance robuste du secteur découle de très nombreux facteurs : demande robuste dans le secteur téléphonique (notamment avec les Smartphones), montée en puissance de la technologie dans les consoles de jeux, part de plus en plus importante de l'électronique dans le secteur automobile ou encore dans le milieu de l'industrie et du médical.

Sur base du chiffre d'affaires de 2014 et des perspectives du Groupe jusqu'en 2019 (en dollars), le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires ressort à plus de 13%. Outre la demande soutenue dans le secteur, le Groupe réalise aussi des acquisitions (exemple avec les actifs d'Altis Semiconductor en 2016). Ainsi, bien que le Groupe X-FAB “ne projette actuellement pas d'effectuer des acquisitions futures, il est possible que le Groupe acquière des sociétés ou des sites de productions supplémentaires à moyen

terme”, d'où l'augmentation de capital cette année. Fin 2016, l'autonomie financière du Groupe (capitaux propres/total passif) pointait à 55% et la trésorerie à 350 millions de dollars (40% de l'actif à fin juin 2017), soit des niveaux bien confortables pouvant permettre le financement de nouvelles acquisitions.

En raison son profil de croissance et des flux de trésorerie négatifs, le Groupe ne prévoit pas de verser de dividendes au titre de 2017, ainsi qu'au titre des exercices financiers de 2018 et 2019. Cependant, sur base du consensus Bloomberg, les flux de trésorerie devraient revenir sur des niveaux stables à partir de fin 2018.

Pour le troisième trimestre, “X-FAB s'attend à réaliser un chiffre d'affaires compris entre 138-143 millions de dollars pour un EBITDA d'environ 19%. Pour le reste de l'année, la société prévoit un renforcement dans le secteur automobile, industriel et médical et un chiffre d'affaires nul pour les activités grands publics sous traitées. Par conséquent, la société maintient sa prévision de marge d'EBITDA du quatrième trimestre à environ 20%”. Pour 2019, le chiffre d'affaires est attendu à 720 millions de dollars (comparativement à 513 millions de dollars fin 2016).

Dernièrement, Xtrion (le principal actionnaire, 61,40% du capital) a racheté des titres en bourse : 395.199 actions le 22/08/2017, 81.701 actions le lendemain et 100.000 actions le 15 septembre 2017. Les achats se sont effectués dans une fourchette de 7,10 à 7,35 EUR.

Le choix de comparables appropriés n'est pas chose facile dans le secteur des semi-conducteurs, car la majorité des acteurs ont une capitalisation boursière bien plus élevée que le Groupe X-FAB. En outre, la disparité des positionnements géographiques est très différente (de nombreux acteurs se situent en Asie). Malgré l'ensemble de ces inconvénients nous avons retenu un échantillon composé de 5 acteurs ayant une activité économique et une situation financière qui se rapproche de celle du Groupe X-FAB. Ainsi, sur base des multiples (EV/Sales et EV/EBITDA pour 2017 et 2018), puis d'une décote de valorisation (liée à la faible capitalisation d'X-FAB), la valeur théorique de l'action ressort vers les 8,50 EUR. A titre d'information, l'objectif de cours moyen du consensus se situe proche des 9 EUR. Nous sommes à “l'Achat” et plaçons le profil de risque à “Elevé” en raison du secteur d'activité (qui est intrinsèquement volatil).

### ■ Analyse technique

Du point de vue de l'analyse technique, l'action s'inscrit dans une tendance fortement haussière. Conséquemment, les investisseurs évoluent dans un environnement technique très favorable et dominé par les acheteurs.

La principale résistance se situe à 9,36 EUR. Au niveau des supports, la zone la plus importante se situe vers les 8,55 EUR, et la zone intermédiaire à 8,00 EUR.

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



## ■ Environnement

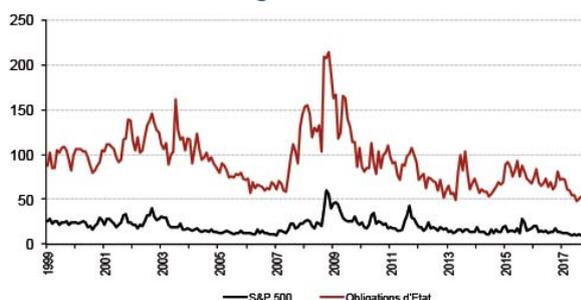
Les évolutions du mois d'octobre ont renforcé notre scénario macroéconomique. La forte expansion de l'activité économique devrait se poursuivre pour les pays développés pour au moins une année voir deux, sous l'impulsion de la hausse de la consommation des ménages et des investissements des entreprises. Bien que la plupart des économies des pays développés approchent du plein-emploi, l'inflation devrait restée modérée. La Banque centrale américaine devrait continuer à diminuer lentement et de manière prévisible la taille de son bilan tout en augmentant ses taux d'intérêt directeurs. La Banque centrale européenne devrait réduire de moitié ses achats d'actifs en 2018. Les perspectives des économies émergentes se sont améliorées, le Brésil et la Russie sortant de la récession. L'économie de la Chine devrait ralentir, mais seulement graduellement.

Au cours du mois écoulé, les éléments les plus favorables pour la croissance économique mondiale ont été : la révision à la hausse du PIB américain du 3<sup>ème</sup> trimestre, les avancées sur la réforme fiscale américaine qui prévoit des réductions d'impôts et la victoire du Premier ministre japonais aux élections. Au niveau monétaire, la BCE a adopté un discours plus accommodant qu'attendu.

La crise constitutionnelle en Catalogne n'est pas un "game-changer". Son impact pour l'Espagne devrait être faible. D'ailleurs, les marchés financiers ont réagi très modérément face aux événements en Catalogne étant donné qu'ils considèrent qu'il ne s'agit pas d'une nouvelle crise pour la zone euro. En effet, les indépendantistes catalans n'ont pas exprimé de désir d'abandonner l'euro. En fait, le plus grand risque politique pour la zone euro provient des partis eurosceptiques comme le Front National en France, le parti "Alternative pour l'Allemagne" et le mouvement "Five Star" en Italie.

Malgré l'actualité mondiale animée, les marchés financiers continuent d'évoluer favorablement tout en établissant des records de faible volatilité :

**Volatilité Actions Américaines et Obligations d'Etat**



Les marchés financiers sont guidés par deux considérations :

- Les statistiques sont favorables à une poursuite du cycle économique et de la progression des résultats des entreprises
- Les banques centrales devraient normaliser leur politique monétaire mais sans avoir pour objectif de freiner le cycle économique

Au niveau des actions, nous sommes dans la période de publications des résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre 2017. Aux Etats-Unis, ceux-ci sont généralement bons d'autant plus que les guidances du management sont également positives. Actuellement, plus de la moitié des entreprises du S&P 500 ont publié leurs résultats et dans 75% des cas, les résultats publiés sont meilleurs qu'attendus. En moyenne, le bénéfice et le chiffre d'affaire est au-dessus des attentes de respectivement 5% et 1%. Les entreprises américaines qui réalisent les meilleurs résultats sont celles actives dans les secteurs de la technologie, de la finance et de l'énergie. En Europe, les résultats sont moins flatteurs. A peine la moitié des compagnies européennes ont publié des résultats supérieurs aux attentes du marché. En moyenne, les résultats des sociétés européennes sont en ligne avec les attentes du consensus. Au niveau sectoriel, les meilleures publications sont celles de l'énergie et de la technologie alors que celles des télécommunications et de la santé sont les plus décevantes. Le "momentum" des bénéficiaires des entreprises s'est renforcé au niveau global à l'exception de celui de la zone euro. Un des facteurs est probablement le net renforcement de l'euro. Comme ce renforcement a stoppé quelque peu, le "momentum" des bénéficiaires des entreprises de la zone euro devrait retourner en territoire positif. Pour 2018, les perspectives bénéficiaires restent attrayantes. Les marchés anticipent en moyenne un taux de croissance des bénéficiaires à deux chiffres aussi bien pour les sociétés des pays développés que pour celles des pays émergents.

Les annonces de "patience" dans la normalisation de la politique monétaire de la BCE ont eu pour conséquence d'affaiblir l'euro par rapport au dollar américain. A court terme, le plus grand facteur d'incertitude pour le dollar américain est la désignation par Donald Trump du président de la Banque centrale américaine. Selon la rumeur, il y a 2 candidats encore en lice : Powell et Taylor. Powell serait considéré par les marchés financiers comme le candidat de la continuité ("colombe"). Par contre, Taylor est considéré comme un partisan d'une politique monétaire beaucoup plus agressive au niveau de la hausse des taux d'intérêts ("faucon"). La nomination de ce dernier devrait entraîner une hausse des rendements obligataires, une hausse du dollar et une hausse des primes de risques (e.a. une baisse des actions).

## ■ Transactions

Pour les profils de gestion obligataires, nous n'avons pas effectué de modification notable à la structure des portefeuilles au cours du mois écoulé. Le sens des opérations dépend des liquidités détenues dans le portefeuille. Nous avons souscrit à l'émission de la Hongrie, assortie d'un coupon de 1,75% et d'une échéance 2027, et ce uniquement lorsque le poids des liquidités est très élevée dans le portefeuille. Par contre, pour les portefeuilles dont la part des liquidités est faible dans le portefeuille, nous avons pris quelques profits sur les obligations subordonnées (Bayer, ENBW, Merck, RWE ou Vienna Insurance), tout en restant surpondérés. Ce segment de marché représente 15% du portefeuille. Nous ne décelons toujours pas de dangers spécifiques concernant cette classe d'actifs qui offre toujours dans l'univers obligataire des instruments libellés en euros l'un des meilleurs couples rendement-risque.

Pour le profil Baryton-Bass, nous avons souscrit à l'augmentation de capital de la SIR Care Property Invest lorsque son poids représentait moins de 1% du portefeuille.

Pour les profils avec actions, la principale opération a consisté dans l'acquisition de l'action Deutsche Telekom (DT) qui est l'opérateur historique de télécommunications en Allemagne. DT a une capitalisation boursière de 73,4 milliards d'euros. En 2016, DT a réalisé un chiffre d'affaires de 73,1 milliards d'euros et un EBITDA de 21,4 milliards d'euros. L'achat de l'action DT a été motivé par les bons résultats et les guidances revues légèrement à la hausse, une tendance structurelle à l'amélioration des marges opérationnelles, une valorisation comparable à ses pairs sectoriels (EV/EBITDA de 6,1 et un rendement sur dividende de 4,3%) et un solide bilan. La motivation la plus importante est la perspective de croissance

bénéficiaire très attrayante liée au positionnement unique de son exposition aux Etats-Unis. DT détient 65% de T Mobile US qui est le 3<sup>ème</sup> acteur dans les opérateurs de télécommunications mobiles aux Etats-Unis. T Mobile US devrait afficher une croissance à deux chiffres de ses résultats dans les prochaines années. De plus, T Mobile US est en train de négocier pour fusionner avec Sprint qui est le 4<sup>ème</sup> acteur au niveau des opérateurs de télécommunications mobiles aux Etats-Unis. Comme Sprint est mal positionné, cette fusion devrait se faire dans des termes favorables pour T Mobiles US et devrait permettre de dégager d'importantes synergies. Celles-ci sont estimées à 6 milliards de dollars par an. Actuellement, T Mobile US représente 40% du chiffre d'affaires et 30% de l'EBITDA de DT. Les principaux risques liés à cet investissement sont une remise en question de cette fusion (pour des raisons de valorisations ou réglementaires) ou une annonce par le prochain gouvernement allemand (vente de sa participation en DT et/ou exigence d'une hausse des investissements en Allemagne pour développer les infrastructures de télécommunications).

## Perspectives et points d'attention

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

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

# Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Capitalisation

### Objectif et stratégie d'investissement

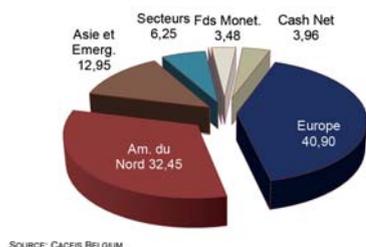
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

### Profil de risque - SRRI

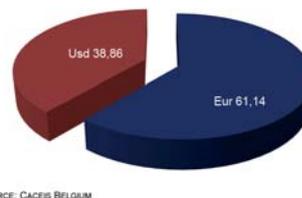
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

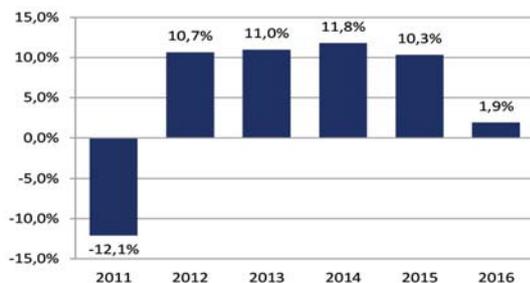
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 octobre 2017	15,43€
VNI plus haut (31 octobre 2017) :	15,43€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	13,99%
3 ans rend. actuariel :	7,74%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,28%

### Caractéristiques

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

### Avertissements

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

# Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Distribution

### Objectif et stratégie d'investissement

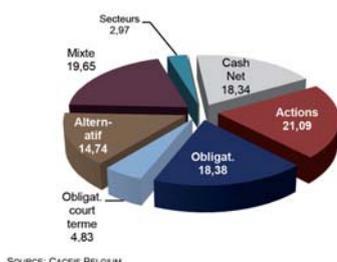
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

### Profil de risque - SRRI

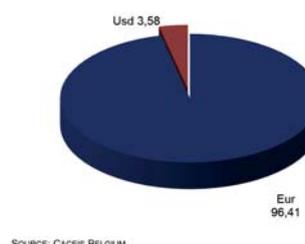
◀ Risque plus faible							Risque plus élevé ▶
◀ Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé ▶
1	2	3	4	5	6	7	

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

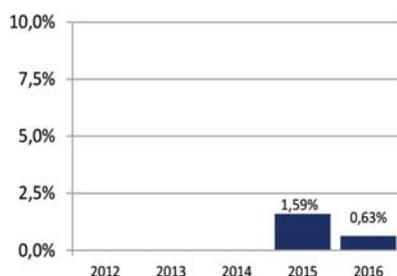
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 octobre 2017	10,38€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	4,87%
3 ans rend. actuariel :	1,80%
Depuis lancement rend. actuariel :	1,67%

### Caractéristiques

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

### Avertissements

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

- **Mardi 7 novembre 2017 : Conférence**  
**"Perspectives" sur les marchés financiers.**  
**Le plan d'investissement périodique.**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : La Maison des Associations - Place Mansart 21/22  
 7100 La Louvière / 19h30  
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscriptions : 0800/255 11
  
- **Mercredi 29 novembre 2017 : Conférence**  
**Comment investir sur les marchés financiers en 2018.**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : Agence d'Ath - Rue Gérard Dubois 39  
 7800 Ath / 19h  
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscriptions : 0800/255 11
  
- **Jeudi 30 novembre 2017 : Conférence**  
**Comment investir sur les marchés financiers en 2018.**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : Château Sainte-Anne, Rue du Vieux Moulin 103  
 1160 Bruxelles / 19h  
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscriptions : 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>ANTWERPEN</b> <b>ANZEGEM</b> <b>ATH</b> <b>BERCHEM</b> <b>CHARLEROI</b> <b>DEURNE</b> <b>DRONGEN</b> <b>GENT</b> <b>GRIVEGNÉE</b> <b>HASSELT</b> <b>IEPER</b> <b>KNOKKE</b> <b>KORTRIJK</b> <b>LA LOUVIERE</b> <b>LEUVEN</b> <b>LIEGE</b> <b>MECHELEN</b> <b>MELSELE</b> <b>MONS</b> <b>NAMUR</b> <b>TOURNAI</b> <b>UCCLE</b> <b>WATERLOO</b> <b>WAVRE</b>	<b>Agences</b> Capucienelaan, 27 Frankrijklei, 133 Wortegemsesteenweg, 9 Rue Gérard Dubois, 39 St-Hubertusstraat, 16 Boulevard P. Mayence, 9 J. Verbovenlei, 46 Petrus Christusedreef, 15 Koningin Elisabethlaan, 2 Avenue des Coteaux, 171 Diestersteenweg, 150 R. Kiplinglaan, 3 Piers de Raveschootlaan, 113 Minister Liebaertlaan, 10 Rue Sylvain Guyaux, 40 Jan Stasstraat, 2 Place Saint-Paul, 2 Schuttersvest, 4A Kerkplein, 13 Rue de Bertaimont, 33 Avenue Cardinal Mercier, 54 Boulevard des Nerviens, 34 Chaussée de Waterloo, 1038 Chaussée de Louvain, 273 Place H. Berger, 12	Tél: +32 53 60 50 50 Tél: +32 3 253 43 30 Tél: +32 56 65 35 10 Tél: +32 68 64 84 60 Tél: +32 3 253 43 10 Tél: +32 71 91 90 70 Tél: +32 3 253 43 20 Tél: +32 9 269 96 00 Tél: +32 9 269 93 00 Tél: +32 4 230 30 40 Tél: +32 11 37 94 00 Tél: +32 57 49 07 70 Tél: +32 50 47 40 00 Tél: +32 56 37 90 90 Tél: +32 64 43 34 40 Tél: +32 16 30 16 30 Tél: +32 4 230 30 30 Tél: +32 15 45 05 60 Tél: +32 3 750 25 50 Tél: +32 65 56 06 60 Tél: +32 81 71 91 00 Tél: +32 69 64 69 00 Tél: +32 2 880 63 60 Tél: +32 2 357 27 00 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 :  
**27 octobre 2017**