

## Edito

Les efforts entrepris depuis près d'un an par notre Société de Bourse semblent avoir finalement porté leurs fruits. Le Gouvernement fédéral a décidé de supprimer la taxe sur les plus-values spéculatives, mise en place au début de l'année, et ce à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017. Nous ne pouvons que nous féliciter de ce retour à la raison de la part des responsables politiques à la suite du désastre financier qu'avait engendré la mise en œuvre de la taxe sur les plus-values spéculatives, notamment au niveau des recettes de la Taxe sur les Opérations de Bourse.

Le projet de budget 2017 préparé par le Gouvernement fédéral contient cependant deux mauvaises nouvelles pour les épargnants. D'une part, le précompte mobilier va être relevé, pour la quatrième fois en moins de cinq ans, de 27% à 30%. Souvenons-nous que le Gouvernement Di Rupo avait augmenté le précompte mobilier de 15% à 21% en 2011, puis de 21% à 25% en 2013. Le Gouvernement Michel a quant à lui augmenté le précompte mobilier de 25% à 27% en 2016, et le fera ainsi passer à 30% le 1<sup>er</sup> janvier 2017.

D'autre part, si les taux de la Taxe sur les Opérations de Bourse (TOB) n'évoluent pas, les montants plafonnés de la Taxe sur les Opérations de Bourse seront en revanche doublés, passant ainsi de 650 à 1.300 EUR pour le taux de 0,09%, de 800 à 1.600 EUR pour le taux de 0,27%, et finalement de 2.000 EUR à 4.000 EUR pour le taux de 1,32%. Ici également, le régime de la TOB en est à sa troisième modification en moins de cinq ans, le Gouvernement Di Rupo ayant ouvert la voie en 2011.

Notons finalement que le projet de budget 2017 prévoit l'obligation pour les résidents belges effectuant leurs opérations par l'intermédiaire d'un opérateur étranger de déclarer celles-ci dans leur déclaration fiscale et dès lors de payer la TOB en Belgique.

Un des partis politiques de la coalition au niveau fédéral exige maintenant la mise en place d'une taxation des plus-values boursières, dans le but de poursuivre une forme d'équité au niveau fiscal. Ce projet (qui à ce jour n'a pas rencontré l'approbation des trois autres partis de la coalition) viserait à taxer à concurrence de 30% les plus-values réalisées sur des actions détenues durant

moins d'un an. Les autres instruments financiers (obligations, warrants, options, sicavs, etc ... seraient exclus du champ d'application de cette nouvelle taxe). Durant les 29 années suivantes, le taux de la taxe diminuerait progressivement pour finalement atteindre 0% durant la trentième année de détention de l'action en portefeuille.

À la lecture de ces quelques lignes, force est de constater que le projet de taxation est très similaire, voire identique sur le fond, à la taxe sur les plus-values spéculatives. Et il y a dès lors fort à parier que si ce projet était mis en pratique, il engendrerait exactement les mêmes conséquences catastrophiques pour les recettes de l'Etat fédéral.

Chez Leleux Associated Brokers, nous nous opposerons à nouveau à ce projet de taxation des plus-values. En effet, nous estimons qu'il n'y a rien d'équitable ni de social ni d'éthique dans la mise en place d'une nouvelle taxe vouée à l'échec, dont le seul intérêt serait de flatter certains groupes de la population. Nous estimons par contre qu'il existe plusieurs réformes possibles, notamment celle du précompte mobilier 19 Bis (qui frappe les sicavs de capitalisation) ou celle de la TOB, qui pourraient considérablement simplifier le calcul et la retenue de ces taxes, les rendre plus transparentes pour les épargnants et améliorer le rendement de celles-ci pour l'Etat fédéral. Est-il en effet normal qu'il soit virtuellement impossible pour un épargnant de calculer le montant de la TOB qu'il paiera sur une transaction, tant les règles d'application sont complexes ? Est-il normal que le vendeur d'une sicav de capitalisation soit imposé près de 13 fois plus que le vendeur d'une obligation ? Ne vaudrait-il pas mieux avoir un seul taux de TOB (entre 0,20% et 0,30%) sur toutes les transactions financières et sur tous les instruments financiers ?

Nous espérons que nous réussirons à convaincre les partenaires du Gouvernement Fédéral du bien fondé de nos propositions et que nous éviterons ainsi de revivre la catastrophe économique qu'a engendrée la mise en vigueur de la taxe sur les plus-values spéculatives.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, je vous souhaite une excellente lecture de notre 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)

452,59 +0,1%<sup>(1)</sup> ↑  
+2,4%<sup>(2)</sup> ↑

### BEL 20 (Belgique)

3.540,56 -0,4%<sup>(1)</sup> ↓  
-4,3%<sup>(2)</sup> ↓

### CAC 40 (France)

4.509,26 +1,4%<sup>(1)</sup> ↑  
-2,8%<sup>(2)</sup> ↓

### DAX (Allemagne)

10.665,01 +1,5%<sup>(1)</sup> ↑  
-0,7%<sup>(2)</sup> ↓

### FTSE (G-B)

6.954,22 +0,8%<sup>(1)</sup> ↑  
+11,4%<sup>(2)</sup> ↑

### SMI (Suisse)

7.827,74 -3,8%<sup>(1)</sup> ↓  
-11,2%<sup>(2)</sup> ↓

### DJ Stoxx 50 (Europe)

2.813,29 -1,1%<sup>(1)</sup> ↓  
-9,3%<sup>(2)</sup> ↓

### DJIA (USA)

18.142,42 -0,9%<sup>(1)</sup> ↓  
+4,1%<sup>(2)</sup> ↑

### NASDAQ (USA)

5.189,14 -2,3%<sup>(1)</sup> ↓  
+3,6%<sup>(2)</sup> ↑

### TS 300 (Canada)

14.787,27 +0,4%<sup>(1)</sup> ↑  
+13,7%<sup>(2)</sup> ↑

### NIKKEI (Japon)

17.425,02 +5,9%<sup>(1)</sup> ↑  
-8,5%<sup>(2)</sup> ↓

### MSCI World

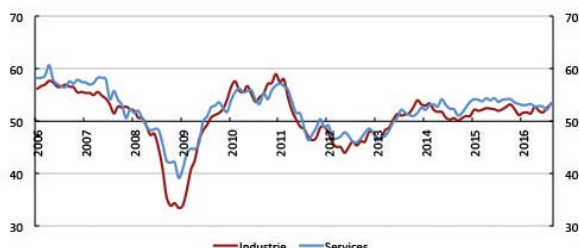
1.690,92 -2,0%<sup>(1)</sup> ↓  
+1,7%<sup>(2)</sup> ↑

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2015



Soutenu par une accélération de la croissance allemande, le taux d'expansion de l'activité de la **zone euro** atteint son plus haut niveau de l'année 2016.

## Sentiment directeurs d'achat zone euro



Les dernières données PMI mettent en évidence un renforcement de la hausse des nouvelles commandes ainsi qu'une accélération des créations d'emploi, ces deux tendances laissent espérer une nouvelle amélioration de la conjoncture économique de la zone euro dans les prochains mois. Parallèlement, les tensions inflationnistes semblent s'accroître, les entreprises signalant en octobre la plus forte augmentation des prix facturés depuis plus de 5 ans.

Se redressant par rapport à septembre, l'indice PMI Markit Composite de l'activité globale dans l'Eurozone s'établit à 53,7, son plus haut niveau depuis décembre 2015. Les nouvelles affaires affichent quant à elles leur plus forte hausse mensuelle depuis janvier 2016, ce renforcement de la demande incitant les entreprises à recruter du personnel supplémentaire.

Malgré l'augmentation des effectifs, certaines entreprises ne parviennent pas à répondre pleinement à la demande, comme en témoigne l'accélération de l'expansion du volume des affaires en attente. Celles-ci enregistrent en effet leur plus forte hausse depuis mai 2011. Le raffermissement de la demande permet à un nombre croissant d'entreprises d'augmenter leurs tarifs. Les prix moyens facturés pour les biens et services dans la zone euro augmentent ainsi pour la première fois depuis août 2015.

Les entreprises interrogées expliquent fréquemment ces augmentations de tarifs par la hausse de leurs coûts, hausse qu'elles tentent de répercuter sur leurs clients. L'inflation des prix payés atteint son plus haut niveau depuis 15 mois, tendance reflétant principalement le renchérissement des matières premières ainsi qu'un accroissement du coût des salaires.

La croissance de la production se renforce tant dans l'industrie que dans les services, les taux d'expansion atteignant leurs plus hauts niveaux depuis le début de l'année. Cette hausse accrue de l'activité résulte d'une accélération de la croissance des nouvelles affaires et du travail en cours dans les deux secteurs.

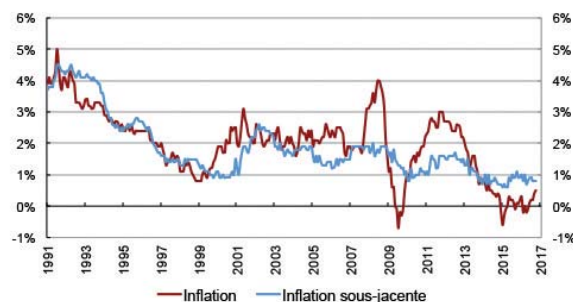
Des deux secteurs couverts par l'enquête, c'est celui de l'industrie manufacturière qui affiche la plus forte croissance, la hausse marquée de la production incitant en outre les fabricants à recruter du personnel supplémentaire. Tandis que dans le secteur des services, le taux de croissance de l'emploi ne se redresse que très légèrement par rapport au plus bas enregistré en septembre, les effectifs du secteur manufacturier affichent leur plus forte progression depuis mai 2011.

La hausse globale de l'activité observée en octobre repose principalement sur l'**Allemagne**. Le taux d'expansion se redresse en effet nettement outre-Rhin pour atteindre l'un de ses plus hauts niveaux de l'année en cours. Les fabricants allemands signalent la plus forte augmentation de leur production depuis 2 ans et demi tandis que dans le secteur des services, la croissance rebondit après un repli à un niveau proche de la stagnation le mois dernier. L'emploi affiche en outre sa plus forte croissance depuis 5 ans et les prix facturés enregistrent l'une de leurs plus fortes augmentations depuis 4 ans et demi.

En **France**, en revanche, la croissance de l'activité globale ralentit, se maintenant toutefois à son 2<sup>ème</sup> plus haut niveau de l'année 2016. Le renforcement de l'expansion de la production manufacturière (plus haut de 2 ans et demi) ne suffit pas à compenser une modération de la hausse de l'activité chez les prestataires de services. Si l'expansion du volume global des nouvelles affaires ralentit et les effectifs diminuent, le volume des affaires en attente affiche sa plus forte croissance depuis mai 2011. Les tarifs des entreprises continuent de diminuer, la baisse observée étant toutefois la plus faible depuis un peu plus d'un an.

En dehors du noyau franco-allemand, le taux d'expansion global se redresse par rapport au plus bas de 21 mois enregistré en septembre, continuant toutefois d'afficher l'un de ses plus faibles niveaux depuis 2 ans.

## Inflation zone euro



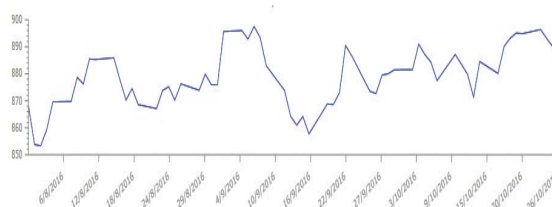
L'inflation sous-jacente est inférieure à 1% depuis déjà six mois. En revanche, la remontée des prix de l'énergie entraîne mécaniquement une hausse de l'inflation totale. Avec les cours actuels du pétrole, cet effet va rester positif pour les six prochains mois. L'inflation totale est de 0,5% sur un an, au plus haut niveau depuis avril 2014.



## Europe

Loin du rythme des vacances scolaires, c'est l'heure de la publication des comptes trimestriels ! La dernière semaine du mois d'octobre a été particulièrement chargée en publication. En zone euro, il ressort que la "vague" de chiffre d'affaires et de résultats laisse une impression mitigée. Au moment d'écrire ces lignes, près de 65% des entreprises de l'indice Euro Stoxx 50 ont publié leurs résultats. Les bonnes surprises sont à jeu égal avec les déceptions : en effet, 50% des entreprises ont dévoilé un chiffre d'affaires et/ou un bénéfice au-dessus des attentes. Néanmoins, nous apprécions le fait que 60% des entreprises ont généré des revenus et/ou bénéfices en progression sur un an. Enfin, dans un monde qui manque de boussole tant sur les plans économiques, que politiques, et même monétaires, les investisseurs s'enthousiasment lorsque les objectifs sont revus à la hausse (exemple avec le Groupe Sanofi).

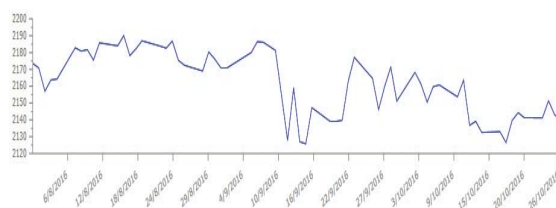
EURO STOXX 50



## États-Unis

Au cours des prochaines semaines, tous les regards vont se tourner vers les Etats-Unis pour suivre l'élection présidentielle qui permettra d'élire le 45<sup>ème</sup> président. A présent, lorsque nous nous penchons sur les résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre, nous constatons qu'ils sont mieux orientés que sur le Vieux Continent. En prenant comme référence l'indice large S&P 500, nous constatons que plus de 60% des entreprises ont enregistré un chiffre d'affaires et/ou bénéfices au-dessus des attentes. En termes de croissance, près de 70% des entreprises de l'indice S&P 500 sont parvenus à réaliser un chiffre d'affaires et/ou bénéfices en hausse sur un an.

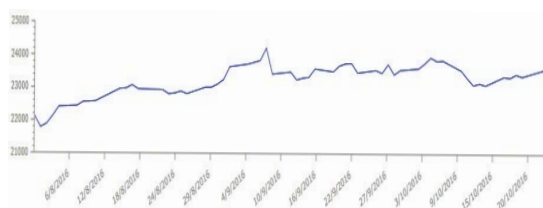
S&P 500



## Pays émergents

Au regard des nombreuses actualités dans les pays émergents, nous retiendrons ce mois-ci 3 éléments qui ont attiré notre attention. Tout d'abord, la levée de fonds -sans problème- par l'Arabie Saoudite de 17 milliards de dollars en obligations souveraines. Cette levée est la conséquence de la chute du pétrole qui a entraîné un déficit budgétaire cette année. Au Brésil, la banque centrale a abaissé son taux directeur pour la première fois en 4 ans (de 14,25% à 14%). A 8,5%, l'inflation reste située au-dessus de l'objectif fixé à 4,5%, mais la récession persistante pousse la banque centrale à desserrer l'étau. Enfin en Chine, on notera le coup de froid sur les exportations qui ont reculé de 10% sur un an en septembre.

HANG SENG



## Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Evolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/ alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,10%	17/11
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,80	24/11
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	106,1	24/11
JAP	Vente au détail base mensuelle	0,20%	0,00%	29/11
EMU	Confiance économique	-	106,3	29/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	51,7	51,9	01/12
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	08/12

# Taux d'intérêt

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



<b>USD</b>	
<b>1,83%</b>	+23 <sup>(1)</sup> -45 <sup>(2)</sup>
<b>EUR</b>	
<b>0,16%</b>	+28 <sup>(1)</sup> -47 <sup>(2)</sup>
<b>Allemagne</b>	
<b>0,16%</b>	+28 <sup>(1)</sup> -47 <sup>(2)</sup>
<b>Autriche</b>	
<b>0,35%</b>	+25 <sup>(1)</sup> -55 <sup>(2)</sup>
<b>Belgique</b>	
<b>0,40%</b>	+26 <sup>(1)</sup> -57 <sup>(2)</sup>
<b>Espagne</b>	
<b>1,20%</b>	+32 <sup>(1)</sup> -57 <sup>(2)</sup>
<b>Finlande</b>	
<b>0,30%</b>	-1 <sup>(1)</sup> -62 <sup>(2)</sup>
<b>France</b>	
<b>0,47%</b>	+28 <sup>(1)</sup> -52 <sup>(2)</sup>
<b>Grèce</b>	
<b>8,29%</b>	+1 <sup>(1)</sup> 0,00 <sup>(2)</sup> =
<b>Irlande</b>	
<b>0,65%</b>	+32 <sup>(1)</sup> -51 <sup>(2)</sup>
<b>Italie</b>	
<b>1,66%</b>	+48 <sup>(1)</sup> +7 <sup>(2)</sup>
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,28%</b>	+24 <sup>(1)</sup> -52 <sup>(2)</sup>
<b>Portugal</b>	
<b>3,32%</b>	-1 <sup>(1)</sup> +80 <sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois  
en points de base

(2) Différence au 31/12/2015  
en points de base

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

En septembre, le président de la BCE laissait entendre que le programme de "Quantitative Easing" ("QE") serait mené au-delà de mars 2017. Des rumeurs dans la presse ont circulé en octobre concernant une réduction des montants des titres achetés ("tapering"). Que peut-on en penser ?

- Les deux actions, prolonger le "QE" et réduire son montant, ne sont pas incompatibles mais une telle combinaison brouillerait totalement le message de la BCE.

- Le "QE" peut être défini en fonction d'un stock global d'achat de titres (on peut moduler la durée ou les flux mensuels) ou bien en fonction d'un certain flux mensuel d'achats (on peut moduler la durée, et par suite, le montant total). L'arrêt d'un programme de "QE" dépend de la manière dont il a été annoncé. Il est difficile d'imaginer la BCE stopper d'un coup ses achats, surtout si les montants en jeu sont conséquents. Le risque de déstabiliser les marchés d'actifs concernés serait très élevé. L'idée d'un "tapering" est associée à la manière dont la BCE mène sa politique de "QE", qui met en avant le flux d'actifs davantage que le stock.

- Le portefeuille d'actifs détenus par la BCE dans le cadre du "QE" a gonflé de 1.340 milliards d'euros depuis mars 2015. A ce stade, la BCE n'a pas éprouvé de difficulté à respecter sa cible d'achats mensuels. Mais, plusieurs officiels de la BCE ont admis dernièrement que la rareté des titres pourrait à terme devenir un problème. Deux options sont possibles. La première est de réduire le flux d'achat. La seconde est de modifier les critères d'éligibilité du programme. Même si le débat du "tapering" est inévitable quand l'univers des actifs éligibles se réduit fortement, la seconde option reste la plus probable.

- Les rumeurs de "tapering" peuvent être l'expression de divisions au sein du Conseil des Gouverneurs de la

BCE. Ce serait un nouveau bras de fer entre Mario Draghi et les Allemands. Ces derniers jugeant que la politique actuelle doit être stoppée de peur de voir ses effets indésirables (bulle sur les prix des actifs, pénalisation des épargnants, pression sur les banques) l'emporter sur les effets positifs (relance du crédit, stabilisation des anticipations d'inflation). Il y a certes des sensibilités différentes au Conseil, mais elles s'expriment davantage sur les taux négatifs que sur le "QE". La BCE a indiqué récemment qu'elle ne comptait pas réduire davantage ses taux d'intérêt directeurs.

Le scénario de la BCE est que la disparition des effets du contre-choc pétrolier devrait ramener l'inflation en zone euro entre 1% et 1,5% au début 2017, au lieu de -0,2% au 2<sup>ème</sup> trimestre 2016. Le staff de la BCE prévoit également un net redressement de l'inflation sous-jacente.

En admettant que le "QE" a une influence positive sur l'inflation, l'extension du programme au-delà de mars 2017 apparaît comme la seule décision que la BCE peut prendre. Le plus probable est que l'annonce de l'extension du "QE" soit faite en décembre 2017. Les conditions pour un "tapering" ne seront alors sans doute pas réunies. Il faudrait pour cela avoir que l'inflation se reprenne.

Depuis deux ans, l'action de la BCE avait le mérite de s'inscrire dans un cadre bien défini. Chaque problème avait semble-t-il sa solution : la baisse des taux pour éviter une remontée de l'euro; les TLTRO pour lutter contre la fragmentation des conditions du crédit; le "QE" pour pousser l'inflation à la hausse. Maintenant que ces différents outils ont été utilisés conformément à la stratégie de reflation définie par Draghi, aucune nouvelle feuille de route ne l'a remplacée. Cela donne l'image d'une Banque centrale européenne qui pilote à vue.

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Durant le mois d'octobre, plusieurs articles de presse ont rendu compte de discussions au sein de la Banque centrale européenne sur la réduction du montant des achats de titres dans le cadre du programme de Quantitative Easing ("tapering"). Ces rumeurs et un contexte moins récessif (reprise des prix du pétrole) ont entraîné une hausse des rendements des obligations souveraines de la zone euro de près de 30 points de base sur le mois d'octobre. Le rendement du Bund à 10 ans est ainsi repassé en territoire positif et est revenu à son niveau pre-Brexit. Les emprunts obligataires souverains de la zone euro ont dans leur ensemble enregistré leur pire performance mensuelle depuis juin 2015.

Fortement corrélés à l'évolution des emprunts d'Etat, les rendements sur les obligations d'entreprise de qualité ont évolué à la hausse au cours du mois d'octobre. Les incertitudes politiques sur certains Etats de la périphérie n'ont pas eu de répercussions sur les rendements offerts par les obligations d'émetteurs industriels de la périphérie (Eni en Italie, Telefonica en Espagne, EDP au Portugal ...). Au 31 octobre, le rendement offert par une obligation d'entreprise de qualité est de 0,81%.

Il n'y pas eu d'évolution notable sur le front des rendements à court terme (placements pour des échéances inférieures à 2 ans). Les marchés anticipent un taux monétaire devenant positif en 2021 pour la zone euro. Les dernières déclarations de Mario Draghi supposent que les taux directeurs de la Banque centrale européenne ne seront plus diminués. Comme les rendements obligataires des placements pour des échéances supérieures à 2 ans ont progressé, le différentiel de rendement entre le court et le long terme s'est élargi de près de 30 points de base. A la fin octobre, une obligation de l'Etat belge avec une maturité de 10 ans offre un rendement de 0,40%.

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

Marché	Résultat en devise locale*	
	Octobre 2016	total 2016
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	-2,2%	4,3%
Etats-Unis (\$)	-1,3%	4,0%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	-0,8%	5,2%
Etats-Unis (\$)	-0,8%	7,8%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	0,7%	7,1%
Etats-Unis (\$)	-0,1%	13,7%

Source : Bloomberg

\*Return en EUR.

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/10/16	Variation depuis 31/12/15
<b>Investment Grade</b>		
AAA	0,50%	-89
AA	0,32%	-96
A	0,57%	-92
BBB	1,19%	-108
<b>High Yield</b>	3,58%	-154

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/10/16	Variation depuis 31/12/15
Euribor 3 mois	-0,31%	-18
OLO 2 ans	-0,63%	-30
OLO 5 ans	-0,31%	-34
OLO 7 ans	-0,13%	-52
OLO 10 ans	0,40%	-57
OLO 30 ans	1,35%	-68

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	Citigroup	3,750%	27.10.2023	99,45%	3,84%	S+++	XS1508910277	1.000
EUR	Goldman Sachs	1,250%	01.05.2025	98,80%	1,40%	I+	XS1509006380	1.000
EUR	Poland	2,000%	25.10.2046	98,25%	2,08%	I	XS1508566558	1.000
NOK	KFW	0,875%	01.11.2019	99,63%	1,00%	I+++	XS1511665553	10.000
NZD	Toyota Motor	2,860%	28.10.2021	99,57%	2,95%	I++	XS1492143059	1.000
USD	Orange	1,625%	03.11.2019	99,85%	1,68%	I	US685218AC36	2.000

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



## USD/EUR (USA)

**0,91** +2,3%<sup>(1)</sup>   
-1,1%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,12** -3,4%<sup>(1)</sup>   
-17,8%<sup>(2)</sup>

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

**0,87** -1,0%<sup>(1)</sup>   
+13,4%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,11** -1,1%<sup>(1)</sup>   
+6,0%<sup>(2)</sup>

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

**13,44** +0,1%<sup>(2)</sup>   
+0,3%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,92** +0,6%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,69** +1,7%<sup>(1)</sup>   
+3,3%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,68** +0,2%<sup>(1)</sup>   
+2,0%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,70** 0,00<sup>(1)</sup> =  
0,00<sup>(2)</sup> =

## PLN/EUR (Pologne)

**0,23** -0,3%<sup>(1)</sup>   
-1,1%<sup>(2)</sup>

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

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

## SEK/EUR (Suède)

**0,10** -2,9%<sup>(1)</sup>   
-7,5%<sup>(2)</sup>

(1) Différence sur un mois  
(2) Différence au 31/12/2015  
(3) Cotation pour 100  
(4) Fluctuation de 2,25%  
par rapport à l'euro

## USD/EUR

Les récents commentaires des officiels de la BCE n'ont révélé aucune nouvelle information et l'attention reste sur la réunion de Décembre. Au regard des anticipations d'une hausse des taux aux USA, cela signifie que l'euro devrait rester sous pression.



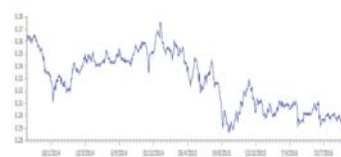
## GBP/EUR

Le cours du GBP/EUR se situe dans une tendance baissière depuis l'été 2014, qui s'est accélérée depuis le 24 juin dernier avec le vote des britanniques favorables au Brexit. Les inquiétudes concernant la possibilité d'un "hard Brexit" ont entraîné une baisse importante de la livre ce mois-ci.



## TRY/EUR

La livre turque est récemment tombée à son plus bas niveau historique face à l'euro, un nouvel accès de faiblesse qui s'explique par un regain d'incertitude politique après les déclarations du Premier ministre sur sa volonté de modifier la Constitution pour renforcer les pouvoirs présidentiels : l'ouverture d'un tel débat politique risque de détourner l'attention alors que la situation économique se dégrade.



## NOK/EUR

Fin septembre, tout en décidant de maintenir son taux inchangé à 0,5% et en indiquant que l'inflation a accélérée lors des mois précédents, la banque centrale de Norvège avait mis en garde contre un assouplissement supplémentaire qui risquerait de pousser vers le haut les prix de l'immobilier et d'accroître le "déséquilibre du système financier". La couronne est restée stable sur le mois d'octobre.



## JPY/EUR

En octobre, l'inflation est retombée sur 0% pour la première fois depuis 2013. Un chiffre qui démontre que les "Abenomics" ne parviennent pas à raviver l'activité économique au Japon.



## AUD/EUR

La faiblesse de l'euro vis-à-vis du dollar américain s'est également fait ressentir face au dollar australien.





## ■ Performance boursière

Les SIR ont vu leur cours baisser en moyenne (non pondérée) de 1% en octobre. Les grandes capitalisations boursières enregistrent cependant des reculs de 2% à 4%. Ces reculs ont été en partie compensés par les bonnes performances de XIOR (+7,6%) et Wereldhave Belgium (+3,0%). Les performances plus faibles des SIR s'expliquent par la hausse du taux à 10 ans en Belgique. Celui-ci a triplé au cours du mois écoulé pour atteindre 0,40% fin octobre.

## ■ Information financière

Wereldhave Belgium a vu ses revenus locatifs augmenter de 9,3 % à 34,8 millions EUR au cours des neuf premiers mois de 2016 (9M16). Cette croissance provient surtout de la légère augmentation du taux d'occupation (95,3%) dans les centres commerciaux. Pour l'ensemble de l'année, on table sur un résultat direct de 5,75–5,85 EUR par action.

Home Invest Belgium a publié des revenus locatifs nets de 13,8 millions EUR (+6,0%) pour 9M16. Le résultat distribuable par action s'élevait à 2,86 EUR (+7,9%). Le taux d'endettement s'est légèrement amélioré à 41,84%, mais avec une forte amélioration des charges financières moyennes à 2,58%. Le taux d'occupation s'élevait à 90,84%. HOMI versera un dividende intérimaire brut de 3,75 EUR par action (2,7375 EUR net), ex-coupon le 1<sup>er</sup> décembre et payable le 5 décembre.

Befimmo a réalisé sur 9M16 un résultat net courant par action de 2,87 EUR contre 3,00 EUR sur la période

comparable l'an dernier. La baisse s'explique par l'augmentation du nombre d'actions en circulation (augmentation de capital de 127 millions EUR), la vente de plusieurs bâtiments plus petits et la rénovation du bâtiment Guimard. Le taux d'occupation s'élevait à 94,36% et le taux d'endettement à 42,31%. Le dividende intérimaire de 2,55 EUR par action a déjà été détaché lors de l'augmentation de capital et sera payé en décembre en cash (21 décembre) ou en actions.

Vastned Retail Belgium a publié pour 9M16 un résultat distribuable de 1,86 EUR par action (1,85 EUR pour 9M15). Les résultats ont bien résisté à la vente de 14 immeubles non stratégiques en 2015. Le taux d'occupation s'élevait à 98%, le taux d'endettement à 29%. Pour l'ensemble de l'année, l'entreprise prévoit un dividende brut compris entre 2,44 EUR et 2,49 EUR par action.

Intervest Offices & Warehouses a publié pour les neuf premiers mois de l'année 2016 des revenus locatifs de 34,1 millions EUR et un bénéfice par action de 1,30 EUR. Les perspectives (dividende brut stable à 1,40 EUR pour les trois prochaines années) n'ont pas été revues. Simultanément, INTO a annoncé la reconversion de Herentals Logistics 3, où elle va construire un centre de distribution de 12.200 m<sup>2</sup> avec la société Schrauwen comme locataire.

Aedifica offre aux actionnaires le choix de se faire verser le dividende annuel (2,10 EUR brut, 1,533 EUR net) en cash (coupon n° 15) ou en actions. Dans ce dernier cas, ils pourront souscrire à une action nouvelle Aedifica contre l'apport de 46 coupons n°15, ce qui représente un prix de souscription de 70,518 EUR (46 x 1,533 EUR). La période de souscription court du 4 novembre au 24 novembre.

## ■ Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/09/16	31/12/15	31/10/15		
Aedifica	74,28	-2,1%	24,8%	24,0%	25,0	3,0%
Care Property Invest	20,04	-0,4%	32,3%	45,6%	28,0	3,2%
XIOR	36,31	7,6%	37,4%	n.a.	30,4	3,1%
Home Invest Belgium	99,64	-1,0%	7,2%	14,2%	43,9	4,1%
QRF	26,93	0,7%	4,1%	8,2%	17,0	5,0%
Retail Estates	76,48	-4,4%	0,1%	4,9%	16,7	4,6%
Vastned Retail Belgium	55,86	-1,9%	4,3%	5,2%	22,9	4,4%
Ascencio	64,50	0,3%	13,9%	17,1%	16,4	4,9%
Wereldhave Belgium	115,90	3,0%	8,1%	10,1%	20,1	4,3%
Warehouses Estates Belgium	64,50	-0,3%	5,1%	9,4%	16,4	5,5%
Leasinvest Real Estate	105,10	-1,1%	17,9%	24,8%	17,2	4,7%
Befimmo	52,44	-1,3%	3,3%	-2,6%	14,2	6,4%
Cofinimmo	105,70	-3,6%	12,0%	8,6%	17,4	5,2%
Montea	45,10	-4,4%	20,4%	24,9%	17,5	4,7%
WDP	83,61	-5,0%	8,4%	18,3%	15,6	5,1%
Intervest Offices & Warehouses	24,15	-1,4%	5,9%	12,2%	14,0	5,8%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.



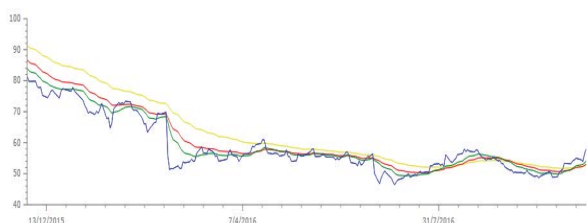
## ■ HUGO BOSS (ISIN DE000A1PHFF7 - 49,00 EUR)

### ■ Profil

Le Groupe Hugo Boss est l'un des leaders du marché mondial dans le segment des vêtements de luxe et premium. Le groupe compte près de 14.000 employés et un chiffre d'affaires de 2,8 milliards d'euros sur 2015. Les principales marques sont : BOSS, BOSS Orange, HUGO BOSS Green.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 14x  
Cours/Actif Net : 3,5x  
Rendement : 5,60%



### ■ Notre opinion

Le Groupe Hugo Boss est l'un des leaders du marché mondial dans le segment des vêtements de luxe et premium. Le groupe dispose d'une vaste gamme de vêtements, de la robe moderne ainsi que d'élégantes tenues de soirée en passant par les vêtements de sport, ainsi qu'aux chaussures et accessoires en cuir. Le Groupe propose également des parfums, lunettes, montres, etc.

En 2015, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 2,8 milliards d'euros. 60% des ventes ont été réalisées via le segment Retail, 38% via les grossistes et 2% par les licences. Fin 2015, le Groupe détenait 1.113 magasins.

Le 16 mai, 2016, Mark Langer a été nommé comme nouveau CEO du groupe. Il travaillait déjà pour le Groupe depuis 2003 et a occupé le poste de CFO depuis 2010. Le précédent PDG Claus-Dietrich Lahrs, a démissionné après huit ans de fonction, suite à l'annonce d'un deuxième "profit warning". Il est actuellement difficile de savoir si le Groupe va rechercher un nouveau directeur financier, ou bien si Mark Langer occupera les deux fonctions (CEO / CFO).

Le Groupe Hugo Boss poursuit une stratégie dont le but est d'amener la marque BOSS dans le segment du haut de gamme, là où beaucoup d'autres marques ont échoué. Avec d'un côté le recul de la croissance des revenus, et de l'autre la hausse des investissements, in fine les marges ont été mises sous pression.

Les ventes en ligne (-5% au S1 2016) sont également sous pression. Durant le mois d'octobre, le Groupe va lancer un

nouveau site web pour Hugo Boss, ce qui pourrait remédier au recul des ventes sur le site internet.

Après la nomination de Marc Langer comme nouveau PDG, il a été décidé de réduire la capacité de distribution en gros ("wholesale distribution"). Au cours des 18 prochains mois, 20 magasins seront fermés. La fermeture de ces magasins devrait avoir un impact négatif de 60bps sur la marge brute d'exploitation.

La dette nette à la fin de juin 2016 s'élève à 281 millions d'euros (+31% par rapport au 30 juin 2015) en raison de la génération de cash-flow libre en nette baisse (-26%). Toutefois, le niveau des stocks est resté sous contrôle. Le ratio des fonds propres / bilan a donc diminué de 5 points de pourcentage sur un an, à 42% fin juin 2016.

Les derniers trimestres ont été difficiles pour le Groupe Hugo Boss, de sorte qu'il devient de plus en plus difficile pour celui-ci de réaliser ses objectifs pour l'année 2016. Nous n'excluons donc pas un nouveau "profit warning".

La valorisation du titre est en ligne avec le segment du secteur premium, mais plus faible que le secteur du luxe.

Notre objectif de cours se situe à 58 euros, mais nous devons souligner qu'il existe encore des risques lors de la prochaine publication des résultats, ce qui pourrait encore impacter le cours de bourse.

### ■ Derniers résultats

Les ventes ont diminué lors du premier semestre 2016 de 3,8% à 1,26 milliard d'euros, et n'ont montré aucune amélioration au deuxième trimestre (-3,9%). Les ventes ont été décevantes en particulier aux États-Unis (-13,9%) et en Asie / Pacifique (-8,0%), alors qu'elles ont mieux résisté en Europe (+1,0%). Après les effets de change, les ventes ont diminué de 4% dans la première moitié de 2016.

L'EBITDA, avant éléments non récurrents, a diminué de 21,0% à 201,2 millions d'euros tandis que la marge d'EBITDA (15,9%), avant éléments non récurrents, était également sous pression.

Les éléments exceptionnels (-65 millions), sont principalement liés à la fermeture prévue de 20 magasins (46 millions d'euros) et des changements dans la structure de gestion (10 millions d'euros), tandis que 6 millions d'euros ont été consacrés aux boutiques en Asie et en Europe.

En raison de l'ensemble de ces éléments, le bénéfice ressort à 49,5 millions d'euros, soit une baisse de 66,1%. Lors des 6 premiers mois, 25 nouveaux magasins ont été ouverts (15 en Europe, 2 aux États-Unis, et 8 en Asie), tandis que 12 ont été fermés (5 en Europe, 1 aux États-Unis, et 6 en Asie).





## ■ AHOLD DELHAIZE (ISIN NL0011794037 - 20,25 EUR)

### ■ Profil

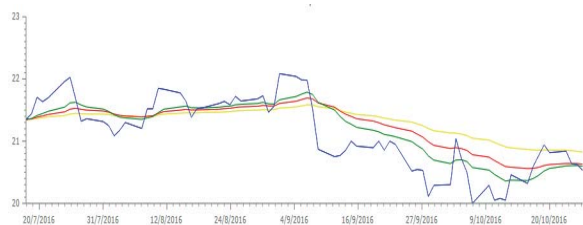
Ahold Delhaize (ex Ahold) figure parmi les leaders mondiaux de la grande distribution. Le CA par activité se répartit comme suit :

- distribution de détail aux Etats-Unis (62,1%) : exploitation, à fin 2015, de 788 magasins répartis par enseigne entre Stop & Shop (423), Giant-Carlisle (196) et Giant-Landover (169). Le groupe développe également une activité de vente et de livraison à domicile ou sur le lieu de travail de produits d'épicerie par le biais du site Peapod.com ;
- distribution de détail en Europe (37,9%) : exploitation de 2.465 magasins sous les enseignes Albert Heijn (995 aux Pays Bas, en Belgique et en Allemagne), Gall & Gall (600 aux Pays Bas), Etos (539 aux Pays Bas) et albert (331 en République Tchèque). Ahold développe également une activité de vente et de livraison à domicile ou sur le lieu de travail de produits d'épicerie par le biais du site bol.com.

La répartition géographique du CA est la suivante : Pays Bas (33,3%), Etats-Unis (62,1%) et République Tchèque (4,6%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,4x
Cours/Actif Net :	1,85x
Rendement :	3%



### ■ Notre opinion

Fin juillet dernier, les actionnaires des deux sociétés et l'ensemble des autorités ont approuvé la fusion avec seulement quelques conditions réglementaires, qui in fine sont relativement limitées. L'une de ces conditions était entre autre la cession de 86 magasins aux Etats-Unis, afin que le nouveau Groupe puisse se conformer aux exigences de la Federal Trade Commission. Ces cessions ne représentent que 4% du parc de magasins et 3,2% des ventes aux Etats-Unis.

Les cessions des magasins ne changent absolument pas le profil d'activité de la nouvelle entreprise, au contraire, le rapprochement entre Ahold et Delhaize crée un important acteur dans la grande distribution au Benelux, dans l'Est des États-Unis, et dans certaines parties de l'Est et du Sud-Est de l'Europe. La combinaison des deux entreprises donne naissance à un acteur financièrement plus fort au sein d'un secteur en consolidation, où rappelons-le, les économies d'échelles et le pouvoir d'achat des consommateurs sont des facteurs clés pour le succès.

Le Groupe Ahold a déboursé près de 1 milliard d'euros par le biais d'une réduction de capital pour rendre le cash à ses

actionnaires (on parle de "reverse share back"). Cette opération a été entièrement financée par des ressources de trésorerie internes, ce qui n'a donc pas entraîné une augmentation de l'endettement brut. Ainsi, en raison du solide profil financier des deux protagonistes avant la fusion, de la structure de la transaction par échange d'actions lors de la fusion, ainsi que de la performance opérationnelle, le profil financier du Groupe Ahold Delhaize est solide, d'où la notation des agences de notation en Investment Grade (BBB pour S&P et Baa2 pour Moody's).

En tant que détaillant dans le secteur alimentaire et grâce à des positions de leadership (en particulier au Benelux et dans l'Est des Etats-Unis) les flux de trésorerie restent particulièrement résilients : au dernier exercice, le cash-flow disponible (free cash-flow) combiné des deux enseignes pointait à 1,1 milliard d'euros, et est attendu à 1,4 milliard d'euros au prochain exercice, puis à 1,8 et 2 milliards d'euros au cours des exercices comptables suivants (source Bloomberg).

Le nouveau Groupe publiera ses ventes du troisième trimestre le 17 novembre prochain et organisera un Capital Market Day le 7 décembre afin de faire un point sur la fusion, et peut être aussi d'avoir plus d'information sur les perspectives de l'année 2017.

Depuis près d'un an, le titre fait du surplace entre les 20 et les 22 EUR. Le niveau des 20 EUR est un support technique très important (voir nos précédentes analyses techniques). L'exercice de valorisation pointe une valeur intrinsèque proche des 24 EUR (soit un potentiel proche des 18%).

Enfin, rappelons que le Groupe réalise près de 65% de son bénéfice d'exploitation aux Etats-Unis. Ainsi, l'évolution de la parité euro-dollar est un élément important pour l'évolution du titre Ahold Delhaize : sur base des estimations moyennes des analystes, chaque variation de 10% du dollar vis-à-vis de l'euro entraîne un gain/perte de 5/6% sur le bénéfice par action. L'appréciation du dollar américain vis-à-vis de l'euro est donc très favorable pour le titre Ahold Delhaize.

### ■ Derniers résultats

Le nouvel ensemble, dont la fusion est effective depuis le 23 juillet dernier, affiche sur l'exercice fiscal 2015 une marge opérationnelle sous-jacente de 3,5%, inférieure de 0,2 point aux 3,7% qui auraient été obtenus en ajoutant les performances historiques des deux groupes.

Sur les six premiers mois de l'année 2016, le bénéfice net ressort à 656 millions d'euros, soit 21 millions de moins que la simple addition des performances séparées des deux groupes (677 millions).

Ces différences s'expliquent pour l'essentiel par des dépréciations d'actifs chez Delhaize et des cessions de magasins, selon le distributeur belgo-néerlandais.

L'ensemble de ces éléments sont en ligne avec les attentes des analystes.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ RANDSTAD HOLDING (ISIN NL0000379121 - 47,31 EUR)

### ■ Profil

Randstad est le n° 3 mondial des prestations de services en ressources humaines. Le CA par activité se répartit comme suit :

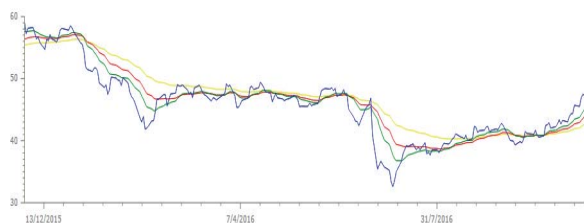
- placement de personnel généraliste en dehors des secteurs classiques (58,2%) : notamment personnel administratif et personnel de l'industrie légère ;
- placement de personnel généraliste en provenance d'agences sur site (21,9%) : notamment pour les clients dans les secteurs logistique et industriel ;
- placement de personnel spécialisé (19,9%) : notamment ingénieurs et spécialistes juridiques, techniques et financiers. En outre, le groupe propose des prestations de services à destination du personnel permanent des clients (prestations de remplacement, de réinsertion et gestion des salaires).

A fin 2015, le groupe dispose de plus de 2 750 agences dans le monde.

La répartition géographique du CA est la suivante : Pays Bas (16%), France (14,8%), Allemagne (10,2%), Belgique et Luxembourg (7%), Royaume Uni (4,7%), Europe (14,5%), Amérique du Nord (24,2%) et autres (8,6%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	12,97x
Cours/Actif Net :	1,95x
Rendement :	3,02%



### ■ Notre opinion

Plus grand employeur en Belgique (chaque semaine, l'entreprise place plus de 30.000 personnes au travail), le spécialiste des ressources humaines n'en n'est pas moins une entreprise à dimension internationale (top 3 mondial, avec 6% de parts de marché). Opérant sur trois segments (voir profil entreprise), le Groupe néerlandais axe de plus en plus sa stratégie sur les métiers très spécialisés, ce qui in fine permet d'améliorer la marge du Groupe mais aussi de le rendre un peu moins sensible aux cycles économiques.

Au niveau géographique, le Groupe Randstad réalise 27% de son EBITDA en Amérique du Nord, 16% aux Pays-Bas et 16% en France (la zone euro compte pour 69% de l'EBITDA). Le poids important de la zone euro explique ainsi la forte corrélation entre les variations du titre Randstad et les données économiques du Vieux Continents (voir notre analyse sectorielle du 22/06/2015).

La marge brute pour les acteurs du secteur de l'intérim varie à la fois en fonction du nombre d'employés placés sur des missions de courte durée, mais également en fonction des revenus générés par les employés placés de façon permanente en entreprise, ou encore par les "outplacement" (reclassement professionnel). Supportant principalement des coûts fixes, la rentabilité opérationnelle du secteur (c.-à-d. la marge) est donc très sensible aux cycles économiques.

Le 26 octobre, le Groupe Randstad Holding a reçu le feu vert de la Commission européenne pour son OPA sur Monster Worldwide. L'obtention de cette approbation réglementaire finale a été nécessaire pour finaliser l'offre. Le Groupe Randstad offre 3,40 USD par action Monster Worldwide, soit un total de 429 millions de dollars.

Randstad a vu ses ventes au troisième trimestre progresser de 7,5% (+4,2% organique) pour atteindre 5,35 milliards d'euros. La croissance a été solide en Europe (+5%) et dans le reste du monde (+8%). Le résultat d'exploitation sous-jacent (EBITA) a augmenté de 9,6% à 270,5 millions d'euros. Le résultat net ressort à 193 millions d'euros avec un rendement du capital investi (ROIC) de 18%, contre 16,2% pour la période correspondante l'an dernier.

La croissance des volumes début octobre, indique une croissance organique de +4,2%. La marge brute devrait rester au moins stable au cours des prochains trimestres. Les coûts d'exploitation et autres frais devraient progresser légèrement. Le quatrième trimestre a 1,1 jour ouvrable (source Randstad) de moins que le quatrième trimestre de l'année dernière.

Après le déclenchement de Brexit fin de juin, de nombreux analystes ont réduit leur objectif de cours, de sorte qu'aujourd'hui l'objectif moyen se situe à 45 EUR. Avec des résultats meilleurs que prévu pour le troisième trimestre, les analystes commencent à revoir leur objectif de cours. Nos modèles d'évaluation indiquent une valeur intrinsèque à 49,50 EUR.

### ■ Derniers résultats

Le groupe néerlandais de travail temporaire a enregistré au 3<sup>e</sup> trimestre (T3), un chiffre d'affaires de 5,3 milliards d'euros, en croissance organique de 4,2%, après 3,1% au T2. La tendance était particulièrement vigoureuse en Europe (+5%), plus mesurée en Amérique du Nord (+1%), mais solide dans le reste du monde (+8%).

Le résultat d'exploitation ajusté du trimestre, qui ressort à 271 millions d'euros, progresse de dix points de base, à 5,1%. Et le bénéfice net du trimestre ajusté prend 12% à 19 millions.

En outre, le directeur général de Randstad, Jacques van den Broek, salue "les tendances résilientes constatées au 3<sup>e</sup> trimestre dans toutes les régions où nous sommes présents", d'autant qu'elles semblent avoir continué en octobre, premier mois du dernier trimestre (T4). "La marge brute du 4<sup>e</sup> trimestre s'annonce au moins stable en termes séquentiels", soit par rapport à celle du 3<sup>e</sup> trimestre, prévoit aussi le groupe.



## DAIMLER (ISIN DE0007100000 - 63,77 EUR)

### Profil

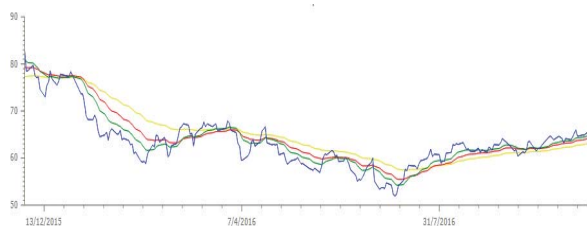
Daimler figure parmi les 1ers constructeurs automobiles mondiaux. Le CA par activité se répartit comme suit :

- vente de véhicules (88,2%) : 2,8 million de véhicules vendus en 2015, répartis entre véhicules particuliers et utilitaires légers (69,7% du CA ; 2,3 millions d'unités vendues ; marques Mercedes-Benz, Smart et Maybach) et véhicules utilitaires poids lourds (30,3% ; 530 559 ; notamment Mercedes-Benz, Fuso, Freightliner, Orion et Sterling) ;
- prestations de services financiers (11,8%) : prestations de financement, d'assurance, etc.

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (14,7%), Europe (18,4%), Etats-Unis (28%), Amériques (3,8%), Asie (22,6%) et autres (12,5%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 7,5x  
Cours/Actif Net : 1,1x  
Rendement : 5,40%



### Notre opinion

En 2013, le PDG de Daimler avait présenté au salon de Genève une nouvelle stratégie "pour rattraper ses deux principaux concurrents" (BMW et Volkswagen avec Audi). Le groupe devait se remettre de ses erreurs stratégiques passées sur le continent Chinois, "où le marché des voitures haut de gamme devrait dépasser celui des Etats-Unis d'ici 2020". Aujourd'hui, l'Empire du Milieu représente 10% des revenus du Groupe Daimler, contre deux fois moins il y a près de 4 ans.

Sans rentrer dans une analyse exhaustive du marché automobile en Chine, rappelons que l'on compte 800 véhicules pour 1.000 habitants aux Etats-Unis, 600 pour l'Allemagne et le Japon, contre seulement 120 en Chine...

Mercedes-Benz Cars (45% EBIT) : le Groupe reste très confiant, confirmant un S2 meilleur que S1 grâce à la poursuite de la croissance liée au lancement de la classe E (commercialisation aux US depuis fin juin et en Chine à partir du T3) et des effets devises légèrement positifs.

Daimler Trucks (20% EBIT) : au T2, le Groupe avait annoncé qu'il craignait une baisse des volumes aux USA, mais à l'inverse, il anticipait une hausse en Europe. Fin septembre, changement de ton, le Groupe annonce que l'Europe pourrait également souffrir d'un ralentissement en raison des "incertitudes politiques" (Brexit + crise des immigrés ⇒ impact sur les commandes des entreprises).

Comme nous l'avions exposé lors de notre analyse sur Renault (le 21/09/2016), le Groupe BMW est le plus exposé face aux incertitudes sur les conséquences du BREXIT (10% de ses revenus). Le Groupe Daimler, ainsi que Volkswagen et Peugeot PSA sont exposés à hauteur de 8% de leurs ventes (à l'inverse, Renault et Fiat Chrysler sont les 2 groupes les moins exposés au Royaume-Uni). Toujours sur les conséquences du BREXIT, nous devons souligner qu'une partie très importante des ventes de voitures au UK est financée à crédit, quid donc de l'impact du Brexit sur la confiance des consommateurs alors bien même que le marché automobile se situe à un niveau historique. Face à ses incertitudes, il faudra rester vigilant sur les ventes au UK.

Avec une position "net cash" (net debt/Equity : -43% fin 2015) il n'est pas étonnant de voir que la notation de la dette du Groupe Daimler soit située dans la partie Investment Grade (Moody's A3, S&P et Fitch A-), soit l'une des plus élevées du secteur automobile en zone euro: toutes choses égales par ailleurs, la volatilité du titre (= bêta) ressort donc en-dessous de la moyenne sectoriel (1,17 contre 1,25).

L'ensemble des multiples des valorisations (P/E, EV/EBITDA, P/BV) se situent en-dessous de leur moyenne à 5 ans. Cette constatation est la même pour l'ensemble des constructeurs de la zone euro. Au niveau des perspectives de croissance du bénéfice par action (de 2016 à 2018), Daimler l'emporte sur BMW, mais reste derrière Peugeot et surtout Renault (nous avons retiré Volkswagen au regard de la particularité du dossier).

Entreprise	Growth EPS		
	2016	2017	2018
BMW	2%	0%	0%
<b>DAIMLER</b>	<b>-3%</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>
FIAT CHRYSLER	10%	17%	8%
PEUGEOT	6%	4%	2%
RENAULT	15%	11%	4%
<b>Moyenne</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>

Source : Bloomberg

Compte tenu d'une valeur intrinsèque qui pointe vers les 72,55 EUR (14% de potentiel) et de la qualité du bilan comptable, nous sommes à l'achat sur le dossier.

### Derniers résultats

Le chiffre d'affaires a progressé de 3% en rythme annuel tant au premier semestre qu'au deuxième trimestre à respectivement 73,7 et 38,6 milliards d'euros.

Le constructeur automobile allemand a de surcroît écoulé 761.300 véhicules au deuxième trimestre, un niveau historique, grâce en particulier à la bonne dynamique de Mercedes-Benz (+9% et +5% de revenus).

Sur l'exercice 2016, le constructeur devra entrer dans ses comptes l'amende d'un milliard d'euros que vient de lui infliger la Commission européenne pour s'être entendu avec d'autres constructeurs sur le prix de vente de leurs camions.



## ■ Environnement

Octobre, un mois souvent associé à de mauvaises nouvelles financières ou à des événements exceptionnels, a commencé par des signes de stabilité en provenance du Japon. La confiance des entrepreneurs à la fois dans le secteur des services et dans l'industrie manufacturière est restée stable au troisième trimestre et souligne à nouveau la durée de l'engagement monétaire au Japon. Nous rappelions dans le rapport mensuel précédent que puisque la BoJ, avec son concept monétaire de "yield curve control", maintiendra les taux d'intérêt (à 10 ans) autour du niveau de 0% tant que l'inflation ne dépassera pas substantiellement 2%, la politique de relance monétaire devrait être maintenue pendant une période significative au Japon. L'objectif est de raidir la courbe de taux, ce qui favorisera aussi la rentabilité du secteur financier (voir ci-dessous). Comme on ne note encore aucun progrès économique, le soutien monétaire reste donc inévitable. Au niveau mondial, l'apparition dans les médias d'articles évoquant un "tapering" de la politique de la BCE en octobre est d'autant plus étonnante. Cela signifierait une réduction ou un abandon du programme de rachat d'obligations. Ce serait surprenant dans le contexte actuel, puisque la zone euro se trouve actuellement (tout comme le Japon) dans un environnement économique de croissance et d'inflation particulièrement faibles. Une réduction des injections monétaires aurait ainsi un impact potentiellement lourd à la fois sur l'économie et sur les marchés financiers. Des articles parus dans les médias affirmant que la BCE réduirait déjà son soutien monétaire ou son programme de rachat ont évidemment déclenché des réactions négatives sur les marchés et provoqué une hausse des taux d'intérêt. Une conférence de presse de la BCE à la mi-octobre a cependant confirmé que ces hypothèses n'avaient même pas été discutées et que de telles mesures ne sont donc pas sur la table. Il est au contraire possible que le programme qui arrive normalement à son terme en mars 2017 soit prolongé. L'annonce pourrait se faire au terme de la prochaine réunion de la BCE le 8 décembre. On peut toutefois attendre quelques modifications de la politique actuelle vu la pénurie d'obligations publiques qui satisfont aux critères de rachat (principalement les obligations allemandes). Les économistes évoquent notamment un changement de la clé de répartition géographique au sein de la politique de rachat ainsi qu'une nouvelle baisse du taux de dépôt permettant de racheter des obligations assorties d'un rendement plus nettement négatif. Il n'est pas non plus à exclure que la BCE table sur un relèvement des taux aux États-Unis. De ce fait, les taux d'intérêt devraient également augmenter par "effet de contagion" dans la zone euro, ce qui réduirait le problème de pénurie. Comme on l'a dit, les observateurs du marché s'attendent à ce que la politique actuelle soit prolongée de six à neuf mois. Cependant, si aucune modification n'est apportée aux

critères de rachat et à l'ampleur du programme, des effets de pénurie seront inévitables. Dans ce contexte, le fait que le Portugal ait conservé sa note "single best investment grade" est une bonne chose. Ainsi, les achats d'obligations publiques portugaises par la BCE pèsent sur les taux et les dettes des entreprises et des consommateurs peuvent en profiter. Dans cette optique, de nombreuses entreprises portugaises continuent à respecter les critères du programme de rachat d'obligations d'entreprises de la BCE. Bien entendu, les risques liés aux obligations périphériques – dettes publiques élevées, croissance économique (potentielle) faible, pression fiscale et niveau élevé des dettes privées – ne doivent pas pour autant être négligés. Les discussions autour d'un « tapering » dans la zone euro, en combinaison avec la probabilité de plus en plus forte (> 70%) d'un relèvement des taux aux États-Unis (après les élections présidentielles américaines) ont alimenté les craintes pour les taux en octobre. Les taux d'intérêts mondiaux se sont ainsi inscrits en hausse pendant le mois et les marchés obligataires ont été en difficulté. Même si la saison des résultats trimestriels aux États-Unis a commencé sur une fausse note avec le chiffre d'affaires et le bénéfice inférieurs aux attentes du géant de l'acier Alcoa, les entreprises américaines restent performantes et l'économie continue à tourner à un rythme robuste. Cela a entraîné une baisse significative du cours EUR/USD.

Par ailleurs sur le plan macro-économique, on aura noté une évolution positive des exportations et des importations allemandes en octobre. Par contraste, les exportations (-10% sur base annuelle) et importations (-1,9% sur base annuelle) chinoises sont en net recul. Des doutes quant à la robustesse de l'économie intérieure et à la solidité du commerce mondial et de la demande ne cessent de refaire surface et d'alimenter la volatilité.

Au début du mois, le calendrier de la mise en œuvre du Brexit est également devenu plus concret. Le fameux article 50 serait déclenché au premier trimestre 2017 (avant fin mars). Le Brexit serait ainsi un fait pour 2019. Mais les négociations et le divorce s'annoncent difficiles. Le président français François Hollande a déclaré à ce propos que le Royaume-Uni pouvait s'attendre à des négociations dures sur les modalités de sa sortie de l'Union européenne. Les informations publiées par la suite sur le Brexit ont encore pesé sur la monnaie britannique. Un incident de marché provoquant une baisse de la livre britannique de 6% par rapport au dollar américain n'est en tout cas pas de nature à favoriser la confiance des investisseurs. La pression négative sur la livre a envoyé l'indice des actions britanniques FTSE100 au-dessus de la barre des 7000 points. La bonne nouvelle est que l'économie britannique se montre étonnamment performante depuis le référendum. En octobre, elle a ainsi enregistré un taux de croissance supérieur aux attentes pour le troisième trimestre (0,5% contre des prévisions de 0,3%).

Le cours du pétrole continue à fluctuer autour de 50 USD le baril. Comme cela a déjà été indiqué le mois dernier, l'optimisme concernant la limitation de la production n'y est pas étranger. Cette fois, c'est l'Arabie Saoudite qui a affirmé qu'elle portait un regard positif sur la prochaine réunion de l'OPEP le 30 novembre. La Russie y sera également invitée pour discuter d'une limitation de la production. La réaction positive de la Russie à l'invitation est en tout cas un premier pas dans la bonne direction.

Le sentiment des investisseurs a encore été conforté par des informations rassurantes concernant la situation de la Deutsche Bank, qui, certes parallèlement à la crainte pour les taux mentionnée ci-dessus, ont eu un effet positif sur les valeurs financières. Pour la Deutsche Bank, citons notamment des rapports d'analystes affirmant que les inquiétudes concernant la position de fonds propres de la Deutsche Bank étaient excessives, les rumeurs sur un allègement de l'amende aux États-Unis et la publication de bénéfices inattendus. Le secteur financier a également bénéficié de l'annonce de la fusion de Henderson et de Janus Capital dans le monde des fonds. Du côté des assurances, NN Group a tenté d'acquérir Delta Lloyd. Les rumeurs sur une fusion d'ABN Amro et Nordea renforcent également ce sentiment. Enfin, de manière assez cynique, les nombreuses restructurations annoncées dans les grandes banques ou les acteurs financiers ont soutenu les cours de Bourse. Ce, en vue de la rentabilité future, car le modèle économique traditionnel des banques est sous pression depuis longtemps notamment en raison de la diminution de la marge sur les taux et des coûts élevés.

## ■ Transactions

Pour les profils de gestion qui ne contiennent pas d'actions, la position dans une obligation subordonnée de Deutsche Bank a été vendue. Les différents éléments négatifs propres à la Deutsche Bank qui se sont accumulés ces derniers temps concernant cet émetteur pourraient peser trop lourdement sur le cours de cette obligation à l'avenir. Le fait qu'il s'agisse d'une obligation au caractère plus risqué a conforté la décision. Un autre élément qui a contribué à

l'augmentation de la position de liquidités est l'exercice de son droit unilatéral de remboursement d'une obligation par l'émetteur allemand Schaeffler. L'obligation en EUR, combinant une échéance 2019 et un coupon de 2,75 %, a été remboursée à 101,375 % à la mi-octobre.

Pour les profils de gestion contenant des actions, une position a été acquise dans l'action individuelle Daimler. Cette entreprise allemande active dans le secteur automobile est un des plus grands constructeurs de voitures au monde. Daimler présente un des bilans les plus robustes du secteur automobile. De plus, l'action s'échange moyennant des ratios de valorisation plutôt bas. Plus encore, l'ensemble des critères de valorisation (C/B, EV/EBITDA et CVC) se trouvent sous leur moyenne sur cinq ans. La valeur intrinsèque de cette action indique un potentiel de hausse de plus de 10%, ce qui justifie amplement cet achat. Enfin, nous avons procédé à un arbitrage entre les actions américaines et les actions mondiales liées aux travaux d'infrastructure. En d'autres termes, nous avons procédé à une prise de bénéfices partielle sur le fonds d'actions investi en actions américaines Vontobel US Value en raison des incertitudes liées aux élections présidentielles aux États-Unis. L'accroissement de la valorisation, la probabilité accrue d'un relèvement imminent des taux et la pression sur les marges des entreprises américaines notamment causées par la hausse du dollar, la hausse des salaires et la pression inflationniste liée au redressement des cours du pétrole y a également joué un rôle. Le choix d'un tracker en USD lié à l'infrastructure mondiale s'explique principalement par la demande et l'accent croissant sur les travaux d'infrastructure. Ainsi, les institutions supranationales incitent de plus en plus les États à intensifier leurs investissements dans l'infrastructure. Ces investissements pourraient stimuler la croissance économique à court terme et réduire la dépendance de l'économie aux stimuli monétaires. Comme les investisseurs sont également de plus en plus convaincus de l'effet limité de stimuli monétaires (supplémentaires), l'attention s'est peu à peu déplacée vers la politique fiscale. L'ETF choisi, iShares Global Infrastructure, se compose de 75 actions d'entreprises actives dans différents secteurs comme le transport, l'eau et l'électricité.

## Perspectives et points d'attention

- Réunion de la Fed le 2 novembre et élections présidentielles le 8 novembre.
- Modalités de l'accord conclu au sein de l'OPEP sur une limitation de la production le 30 novembre.
- Nervosité sur le plan (géo)politique.
- Impact de la hausse du cours du pétrole sur les taux d'inflation.
- Résultats des entreprises sur le troisième trimestre et perspectives.
- Impact d'une légère hausse des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

**Nous préférons actuellement les actions aux obligations et aux obligations publiques en particulier. Dans un environnement de taux négatifs, nous attachons plus d'importance aux dividendes qu'aux éventuels potentiels d'appréciation de cours.**

# Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Capitalisation

### Objectif et stratégie d'investissement

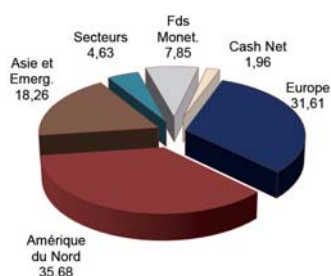
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

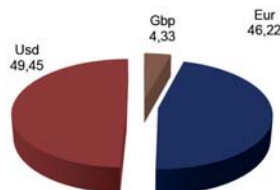
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

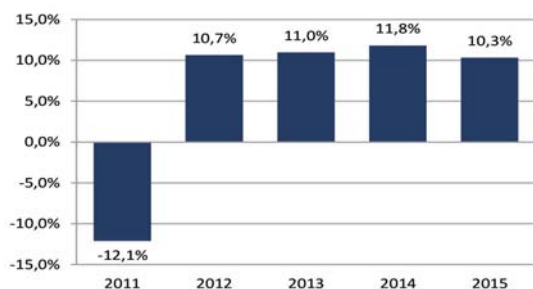
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 octobre 2016	1.353,66
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.525,24
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	869,16
1 an rend. cumulé :	-5,43%
3 ans rend. actuariel :	6,10%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,07%

### Caractéristiques

Nom :	LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF	Code ISIN :	BE62 0276 2975
Domicile :	SICAV de droit belge UCITS IV	Souscription minimum :	1 action
Date de lancement :	6 sept 10	Frais courants :	2,71%/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 2.000 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](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

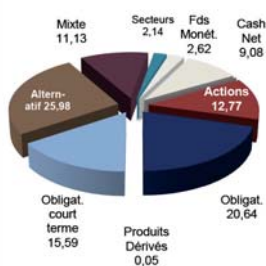
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

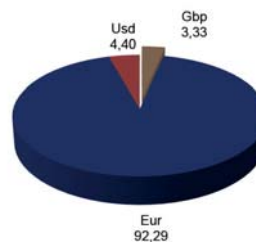
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

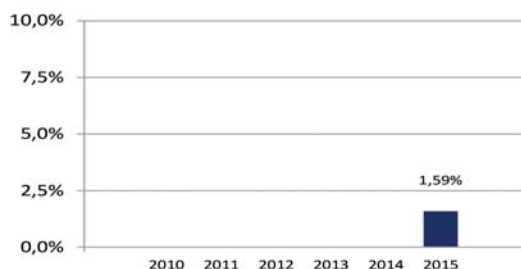
#### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



#### Performance par année calendrier (\*)



#### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 octobre 2016	994,35
VNI plus haut (10 avril 2015) :	1.070,67
VNI plus bas (10 février 2016) :	968,41
1 an rend. cumulé :	-2,18%
3 ans rend. actuariel :	NA
Depuis lancement rend. actuariel :	0,18%

#### 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 :	2,28%/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 :	27%
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](http://www.leleuxinvest.be). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd. Toute plainte peut être adressée à la direction effective de la SICAV à l'adresse suivante : [info@leleuxinvest.be](mailto:info@leleuxinvest.be). Si la direction effective de la Sicav a traité votre réclamation, mais que vous n'êtes pas d'accord avec la solution proposée, vous pouvez faire appel à l'Ombudsfin : [Ombudsman@OmbFin.be](mailto:Ombudsman@OmbFin.be). (\*) Sources des données et des graphiques : Caceis Belgium (31/05/2016) Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et des autres frais récurrents, mais non des commissions de commercialisation (entrée) ni des taxes boursières. Période de référence de la performance calendrier : du 31/12 au 31/12.

■ **Jeudi 10 novembre 2016 : Conférence**

Langue : Français  
 Lieu / Heure : Congres Hôtel Van der Valk, Avenue Méлина Mercuri 7  
 7000 Mons / 19h  
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Samedi 19 novembre 2016 : Salon Finance Avenue 2016**

Langue : Français / Néerlandais  
 Lieu / Heure : Tour & Taxis, Boulevard du Port 86 C - 1000 Bruxelles / de 9h à 17h  
 Hôtes : Monsieur Rob Gys et Monsieur Herman Billiau, chargés de clientèle  
 chez Leleux Associated Brokers  
 Inscriptions : Entrée libre

■ **Jeudi 15 décembre 2016 : Conférence**

**Comment expliquer le contexte actuel sur les marchés financiers ?**

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

**Internet:** <http://www.leleux.be>  
**E-Mail:** [webmaster@leleux.be](mailto:webmaster@leleux.be)

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

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

Responsable de la rédaction :  
**Olivier Leleux**  
 Date de rédaction :  
**28 octobre 2016**