

Edito

Bonne nouvelle pour les épargnants, de nouvelles règles vont entrer en vigueur en 2018 pour professionnaliser d'avantage le conseil en investissement. La protection des investisseurs s'en voit considérablement renforcée. Profils d'investissement plus détaillés, parfaite adéquation des conseils et surtout, transparence accrue et complète sur les frais. D'ici quelques mois, les institutions financières devront dévoiler le montant des commissions perçues sur les fonds de placement qu'ils vendent à leurs clients.

Entrée en vigueur en 2007, la directive MiFID (pour Markets in Financial Instruments Directive) est une réglementation qui a pour but de mieux protéger les épargnants en créant d'avantage de concurrence et de transparence à l'intérieur du marché européen. Elle oblige par exemple à obtenir les meilleurs prix d'exécution lorsque les clients passent des ordres de Bourse. Par ailleurs, elle impose aux acteurs de la profession de bien connaître leurs clients, d'établir un profil de risque individuel, d'évaluer leurs connaissances financières, leur expérience, leurs capacités financières, de même que leurs objectifs de placement. Derrière tout cela, la volonté d'éviter que les épargnants ne placent leurs avoirs dans des produits qui ne leur conviennent pas. Mais depuis, la crise financière est passée par là et a mis en lumière certains manques. Les épargnants qui ont tout perdu avec Fortis et Dexia en savent quelque chose, eux qui croyaient avoir placé leurs économies dans des produits sûrs.

En 2018, une nouvelle mouture de la directive verra le jour. Elle maintient les principes fondamentaux de la première version, mais elle y apporte des évolutions majeures. Un point essentiel, l'adéquation des conseils que le client recevra de son gestionnaire. Celui-ci devra fournir de manière systématique une déclaration d'adéquation détaillant les conseils

prodigués et précisant pourquoi ceux-ci répondent aux objectifs indiqués par le client.

Un autre changement fondamental concerne les commissions que certains émetteurs de fonds rétrocèdent aux institutions financières qui les placent auprès de la clientèle. Dès janvier 2018, ce type de rétrocessions sera strictement interdit dans le cadre de la fourniture de conseils indépendants et de la gestion de fortune discrétionnaire. Un conseil dit indépendant se doit en effet d'éliminer tout type de conflit d'intérêt. Les rétrocessions existeront toujours en cas de conseil non indépendant (les fonds maison généralement proposés par les banques), mais ces rétro-commissionnements seront encadrés par diverses obligations de transparence. Il faudra les détailler explicitement. De quoi donner du fil à retordre à certaines institutions financières qui vivent de ces sources de revenus.

Chez Leleux Associated Brokers, nos équipes s'attellent depuis deux ans à préparer l'entrée en vigueur de cette nouvelle directive, tout en minimisant les conséquences administratives ou lourdes opérationnelles pour nos clients. Malgré l'énorme chantier que ce projet de réforme implique pour se conformer à ces règles plus strictes, nous nous réjouissons de cette avancée. Première société de bourse indépendante du pays, Leleux Associated Brokers ne touche aucune commission sur les fonds sélectionnés en gestion de portefeuille. Depuis près de nonante années, nous ne basons pas notre modèle de prospérité sur ce type de rémunération, mais bien sur la satisfaction et la fidélité de nos clients.

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.

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



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

Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

521,13 +0,9%⁽¹⁾ ✓
+7,9%⁽²⁾ ✓

BEL 20 (Belgique)

3.875,53 +1,5%⁽¹⁾ ✓
+7,5%⁽²⁾ ✓

CAC 40 (France)

5.267,33 +2,8%⁽¹⁾ ✓
+8,3%⁽²⁾ ✓

DAX (Allemagne)

12.438,01 +1,0%⁽¹⁾ ✓
+8,3%⁽²⁾ ✓

FTSE (G-B)

7.203,94 -1,6%⁽¹⁾ ✗
+0,9%⁽²⁾ ✓

SMI (Suisse)

8.812,67 +1,8%⁽¹⁾ ✓
+7,2%⁽²⁾ ✓

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.182,80 +0,7%⁽¹⁾ ✓
+5,7%⁽²⁾ ✓

DJIA (USA)

20.940,51 +1,3%⁽¹⁾ ✓
+6,0%⁽²⁾ ✓

NASDAQ (USA)

6.047,61 +2,3%⁽¹⁾ ✓
+12,3%⁽²⁾ ✓

TS 300 (Canada)

15.586,13 +0,2%⁽¹⁾ ✓
+2,0%⁽²⁾ ✓

NIKKEI (Japon)

19.196,74 +1,5%⁽¹⁾ ✓
+0,4%⁽²⁾ ✓

MSCI World

1.878,28 +1,3%⁽¹⁾ ✓
+7,3%⁽²⁾ ✓

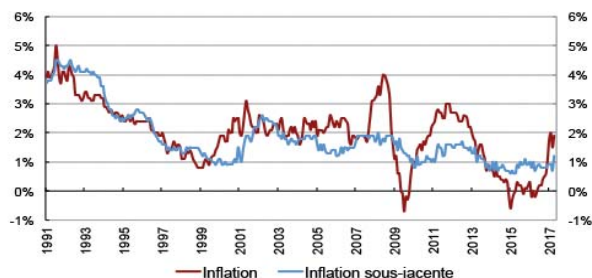
(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2016



L'activité économique mondiale redémarre, avec une reprise cyclique attendue depuis longtemps de l'investissement, de l'industrie manufacturière et du commerce. La croissance mondiale devrait passer d'un taux de croissance de 3,1% en 2016, à 3,5% en 2017 et à 3,6% en 2018. L'économie américaine conserve de belles perspectives malgré le retard dans l'implémentation des mesures fiscales stimulantes. Les perspectives de l'économie européenne se sont améliorées malgré les nombreuses incertitudes politiques. Beaucoup d'économies émergentes bénéficient de la stabilité des prix des matières premières. Le taux de croissance de la Chine devrait ralentir progressivement au cours de l'année. L'inflation totale a atteint un pic dans de nombreuses économies avancées. L'inflation sous-jacente devrait rester basse à l'exception des Etats-Unis.

Nous anticipons que la croissance américaine remonte cette année et accélère en 2018 lorsque l'administration Trump mettra en œuvre des réductions substantielles d'impôts. Bien que l'économie américaine soit déjà proche du plein-emploi, celle-ci devrait continuer à créer de nouveaux emplois. Ceci devrait pousser les salaires à la hausse et inciter les entreprises américaines à augmenter leurs prix pour maintenir leurs marges. Cette hausse de l'inflation devrait entraîner la Banque centrale américaine à continuer à augmenter ses taux d'intérêt directeurs en 2017 (2 fois) et 2018 (3 fois). Fin 2018, la Fed devrait commencer le processus de réduction de la taille de son bilan. Au-delà de 2018, il y a un risque croissant que le durcissement des conditions monétaires aux Etats-Unis provoque un ralentissement de la croissance.

Inflation zone euro



Les indicateurs d'activité suggèrent une accélération de l'activité économique dans la zone euro. La hausse des prix de l'énergie a eu un impact moins négatif sur les revenus réels des consommateurs européens que nous ne l'avions anticipé. La confiance des consommateurs a augmenté malgré les incertitudes politiques entourant les élections françaises. L'amélioration du contexte international ainsi que la faiblesse de l'euro devrait soutenir les exportations européennes. Néanmoins, la croissance des salaires et de l'inflation sous-jacente devrait rester faible d'autant que l'inflation totale devrait déjà avoir atteint son pic. Par conséquent, la Banque centrale européenne devrait être lente à signaler qu'elle retire son soutien monétaire.

Elle devrait probablement ne pas augmenter ses taux d'intérêt directeurs avant 2019.

A plusieurs égards, la situation au Japon est comparable à celle de la zone euro. L'économie nipponne est susceptible de croire à un rythme décent cette année en comparaison avec le passé récent. Le taux de chômage, qui a atteint son niveau le plus bas depuis 23 ans, devrait continuer à diminuer. Néanmoins, il n'y a pas de signe tangible de reprise de l'inflation attendue. Dans ce contexte, la banque du Japon devrait maintenir inchangée sa politique monétaire et ce pour une période encore longue.

L'économie britannique est plus résiliente qu'attendue. Certes, les dépenses des ménages britanniques ont ralenties, mais les investissements et les enquêtes d'activité restent bien orientés. La plus forte croissance de la zone euro et la forte baisse de la livre sterling devraient stimuler les exportations britanniques. Cette bonne tenue de l'économie britannique devrait inciter la Banque d'Angleterre à augmenter ses taux d'intérêt directeurs à partir de la mi-2018 et ce de manière très graduelle.

L'Australie ne devrait pas autant bénéficier de cette amélioration de l'environnement économique mondial. L'Australie est plus exposée à la Chine et à l'évolution des prix des matériaux de base et des denrées agricoles. Comme le chômage ne devrait pas refluer, les pressions inflationnistes devraient rester contenues. Dans ce contexte, le prochain mouvement de la Banque centrale d'Australie devrait être une baisse des taux d'intérêt directeurs.

En Chine, le rebond de l'activité, qui a débuté l'année dernière, perd de son élan. Les autorités chinoises sont en train de durcir les conditions monétaires et fiscales. Le secteur de l'immobilier est également en train de ralentir. Cela étant dit, nous ne nous attendons pas à un atterrissage 'en force' de l'économie chinoise. Les sorties de capitaux étaient modérées récemment et devraient rester faibles étant donné que la Banque centrale chinoise a pour objectif de maintenir le taux de change de sa devise relativement stable par rapport à un panier de devises internationales. Les perspectives à long terme de l'économie chinoise se sont détériorées étant donné le peu d'appétit montré par les décideurs politiques pour s'attaquer aux indispensables réformes structurelles.

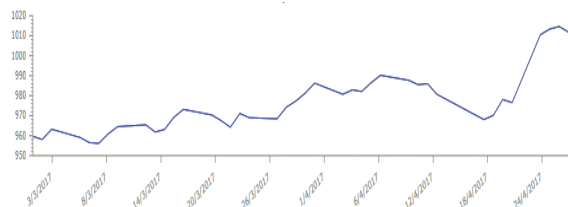
Les perspectives pour les prix des matières premières sont mitigées. Le prix du pétrole devrait continuer à être soutenu de par la progression de la demande globale et de par les réductions de production décidées par l'OPEP, qui devraient être prolongées pour le second semestre de l'année. Les prix des métaux industriels sont plus vulnérables étant donné que leurs prix se sont appréciés dans l'attente d'une forte hausse des dépenses d'infrastructures aux Etats-Unis qui n'est pas susceptible de se matérialiser.



Europe

Arrivé en tête du premier tour avec près de 24% des voix, le candidat du parti politique "En marche !" a rassuré les marchés financiers et le choc tant redouté entre l'extrême droite et l'extrême gauche au second tour de la présidentielle française n'aura pas lieu. Comme expliqué lors de nos conférences l'année dernière, la sous performance des indices en zone euro provient en partie de la perte de confiance des investisseurs étrangers. Rassurés, les investisseurs sont revenus nombreux au lendemain du premier tour de la présidentielle ; ce jour-là il y a eu une très forte hausse des volumes sur l'indice CAC (3 fois plus que la normale). Dans cet environnement, et sauf "accident" au second tour, les fondamentaux économiques seront donc de retour et les investisseurs remettront "aux calendes grecques" les risques politiques en zone euro. Actuellement, les indices boursiers en Europe se "payent" 15 fois les bénéfices attendus sur fin 2017, soit un niveau proche de la moyenne historique et inférieur par rapport aux indices américains.

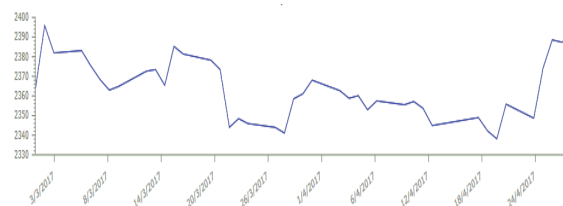
EURO STOXX 50



États-Unis

"Je ne rentrerai pas dans les détails mais laissez-moi juste dire que comme le chiffre de 15% a été diffusé dans la presse ces derniers jours, je peux confirmer que le taux d'imposition des entreprises sera de 15%", propos de Donald Trump concernant la réforme fiscale qui sera soumise au Congrès. Cette réforme n'est pas sans rappeler celle de Ronald Reagan en 1986, d'où la volonté du président actuel de parler de "baisse historique". En attendant, les indices américains continuent leur progression grâce notamment aux très bonnes publications de résultats : à l'heure actuelle, 79% des entreprises de l'indice S&P 500 ont publié un bénéfice au-dessus des attentes (63% au niveau du chiffre d'affaires).

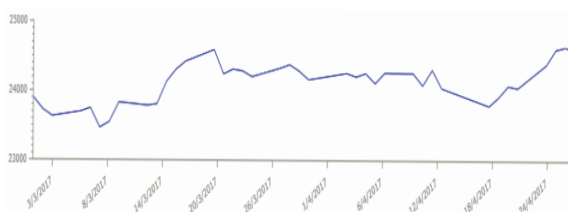
S&P 500



Pays émergents

Avec plusieurs années de vaches maigres, les indices boursiers des pays émergents continuent leur progression : la bonne tenue de la Chine, la stabilité du dollar et des matières premières expliquent en grande partie ce phénomène.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	68,0	15/05
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,40%	17/05
JAP	Produit Intérieur Brut	1,8	1,2%	18/05
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	105,2	23/05
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,80	25/05
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,20%	30/05
EMU	Confiance économique	-	109,6	30/05
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	56,5	54,8	01/06
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	08/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	0,10%	16/06

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,28%	-11 ⁽¹⁾ ↓ -6 ⁽²⁾ ↓
EUR	
0,32%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +11 ⁽²⁾ ↑
Allemagne	
0,32%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +11 ⁽²⁾ ↑
Autriche	
0,61%	+7 ⁽¹⁾ ↑ +18 ⁽²⁾ ↑
Belgique	
0,78%	-7 ⁽¹⁾ ↓ +25 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,65%	-2 ⁽¹⁾ ↓ +26 ⁽²⁾ ↑
Finlande	
0,41%	-4 ⁽¹⁾ ↓ +6 ⁽²⁾ ↑
France	
0,84%	-13 ⁽¹⁾ ↓ +15 ⁽²⁾ ↑
Grèce	
6,34%	-64 ⁽¹⁾ ↓ -76 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
0,85%	-14 ⁽¹⁾ ↓ +10 ⁽²⁾ ↑
Italie	
2,28%	-4 ⁽¹⁾ ↓ +47 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,55%	-3 ⁽¹⁾ ↓ +19 ⁽²⁾ ↑
Portugal	
3,55%	-43 ⁽¹⁾ ↓ -22 ⁽²⁾ ↓

(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)

Dans son dernier rapport sur les "Perspectives de l'économie mondiale" (avril 2017), le FMI prévoit une accélération de la croissance mondiale de 3,1% en 2016 à 3,5% en 2017. Cependant, il est très probable que les principales banques centrales continuent à suivre une politique plutôt accommodante. On s'attend ainsi à ce que la BCE et la BoJ maintiennent le cap en 2018.

Les États-Unis constituent la principale exception à la règle. Le 15 mars 2017, la Fed avait déjà pris la décision de relever son taux de 25 points de base à une plage de 0,75% à 1%. À ce moment, cette décision s'appuyait sur une série d'indicateurs économiques positifs. Les indicateurs publiés depuis cette dernière réunion sont cependant restés en deçà des attentes. L'inflation a été inférieure aux prévisions, les indicateurs liés à la croissance économique ont été décevants au premier trimestre, et l'optimisme suscité par le plan de réforme fiscale de Donald Trump s'est considérablement refroidi. Ces données plus sombres doivent cependant être interprétées avec la prudence nécessaire. Le recul de l'inflation est ainsi en partie imputable à des phénomènes climatiques. De plus, la confiance des consommateurs a récemment atteint un pic, et l'emploi et le revenu réel augmentent à un rythme soutenu, ce qui laisse présager que le ralentissement de la croissance n'est que temporaire. Le redressement des cours de l'énergie a également engendré une reprise des investissements des entreprises. Les marchés s'attendent dès lors à ce que la Fed continue à suivre la voie d'une normalisation de la politique monétaire. On y prévoit un « Fed Funds Rate » de 1,25 à 1,50% pour fin 2017. En outre, les spéculations vont bon train quant aux projets de la Fed concernant la normalisation de son bilan.

Dans la zone euro, les derniers indicateurs économiques sont nettement plus optimistes. Ainsi, l'indice de confiance des directeurs d'achat ("PMI") a atteint son plus haut niveau depuis six ans. En outre, les résultats du premier tour des élections présidentielles françaises ont redonné confiance dans la zone euro. Les principaux obstacles restent cependant la croissance insuffisante des salaires et le taux d'inflation décevant. L'inflation de base a ainsi baissé à 0,7% en mars.

Un problème similaire se pose au Japon. Malgré des prévisions positives concernant la croissance économique, les objectifs d'inflation sont loin d'être atteints. On s'attend donc à ce que les deux banques maintiennent inchangée leur politique monétaire accommodante au cours de l'année à venir.

En Europe du Nord, les perspectives pour l'économie sont également positives. Mais les perspectives inflationnistes divergent cependant énormément selon le pays, raison pour laquelle il est probable que les décisions monétaires varient également. Ainsi, l'économie norvégienne est très dépendante des cours du pétrole, ce qui a pour conséquence que l'inflation est toujours loin en deçà de l'objectif fixé par la banque centrale. De nouvelles mesures de relance sont donc attendues. En Suède, une politique exceptionnellement accommodante a récemment engendré de bonnes performances économiques. Le sentiment des entreprises et l'inflation sont ainsi en nette hausse. Dans l'attente de nouveaux indicateurs positifs, on ne prévoit dès lors aucune inflexion dans la politique monétaire suédoise. La reprise se dessine également en Suisse sur fond de regain de confiance dans la zone euro. Comme le souvenir d'une longue période de déflation freine la hausse de l'inflation, on n'y attend pas non plus un changement de cap par rapport à la politique accommodante actuelle. Au Royaume-Uni, on remarque surtout que l'inflation a augmenté plus vite que prévu. Mais comme cette hausse est en partie imputable à la dépréciation de la livre (qui stimule les exportations britanniques) et à la stabilisation du cours du pétrole, on ne s'attend pas à ce qu'elle donne lieu à un relèvement des taux à court terme. En revanche, l'Australie et la Nouvelle-Zélande tirent moins profit des taux de croissance positifs dans le monde en raison de leur plus grande dépendance envers une Chine en phase de ralentissement. Par conséquent, on n'attend aucune modification des taux d'intérêt actuels dans ces deux pays. Les perspectives sont également négatives au Canada. On y prévoit un ralentissement de la croissance et de l'inflation, et peut-être des problèmes de surchauffe du marché immobilier. Il se pourrait donc que les autorités monétaires canadiennes décident de soutenir l'économie en abaissant les taux d'intérêt.

Marchés obligataires

Adrian De Grève
Gestionnaire de portefeuille



Le premier tour des élections françaises a divisé le mois d'avril en deux périodes bien distinctes sur le marché obligataire. Le regain de la matérialisation du risque politique Français a entraîné une hausse des spreads entre le taux allemand (valeur refuge) et celui des obligations souveraines françaises et de la périphérie (qui suivent le mouvement français). Une fois le risque politique d'un combat Mélançon – Le Pen écarté, les investisseurs ont retrouvé le goût du risque, diminuant de ce fait le spread entre les taux français et les taux allemands. Cet appétit pour le risque a favorisé les obligations à haut rendement qui ont enregistré une performance positive de presque 1% sur le mois d'avril. Aux Etats-unis, les taux d'intérêt se sont détendus de par la faiblesse des statistiques économiques américaines et du retard pris par l'administration Trump dans l'implémentation de sa politique reflationiste.

De bonnes statistiques économiques de la zone euro, la perspective que la BCE devrait laisser les taux d'intérêt directeurs aux niveaux actuels et une baisse de la perception du risque politique dans la zone euro ont été très favorables pour les obligations d'entreprises. La poursuite de la chasse aux rendements par les investisseurs ont entraîné les taux offerts par les obligations d'entreprises à leurs plus bas niveau de l'année. Le marché primaire a été très calme en avril. Le montant des nouvelles obligations libellées en euros émises par des entreprises de qualité "investment grade" a été de 8 milliards d'euros. Ce montant est en forte baisse par rapport à la moyenne mensuelle de 31 milliards d'euros réalisée lors du 1^{er} trimestre 2017.

Les mois se suivent et se ressemblent sur le marché monétaire. En effet, aucune évolution n'est à constater sur le taux Euribor à 3 mois qui stagne à -0,33%. Les rumeurs de hausse des taux en zone euro ont été écartées suite aux déclarations du président de la BCE. Mario Draghi a déclaré que : "rien ne justifie de changer le cap très accommodant de la politique monétaire". Ces déclarations ont entraîné un léger aplatissement de la courbe des taux. Les rendements de l'OLO pour une durée d'investissement de 5 ans sont toujours en territoire négatif.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 28/04/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade	1,12%	-5
AAA	0,97%	1
AA	0,70%	3
A	0,93%	-2
BBB	1,39%	-11
High Yield	2,83%	-42

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 28/04/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,55%	12
OLO 5 ans	-0,16%	24
OLO 7 ans	0,23%	35
OLO 10 ans	0,78%	25
OLO 30 ans	1,77%	17

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
AUD	Wells Fargo	4,000%	27.04.2027	99,00%	4,11%	I+	XS1602313279	1.000
NOK	EIB	1,125%	15.05.2020	100,25%	1,04%	I+++	XS1195588915	10.000
USD	United Technologies	1,900%	04.05.2020	100,00%	1,90%	I+	US913017CM98	2.000
USD	Nestle	2,250%	10.05.2022	99,95%	2,26%	I++	XS1609321986	2.000
USD	General Motors	3,950%	13.04.2024	100,00%	3,95%	I	US37045XBW56	2.000
ZAR	EIB	8,000%	05.05.2027	96,00%	8,43%	I+++	XS16053368536	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)

0,92 -2,2%⁽¹⁾ ↓
-3,5%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,19 +0,9%⁽¹⁾ ↑
+1,3%⁽²⁾ ↑

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,82 -2,3%⁽¹⁾ ↓
+1,2%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -2,1%⁽¹⁾ ↓
-2,8%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,44 0,00%⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,92 -1,4%⁽¹⁾ ↓
-1,1%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,69 -4,0%⁽¹⁾ ↓
+0,4%⁽²⁾ ↑

CAD/EUR (Canada)

0,67 -4,6%⁽¹⁾ ↓
-4,9%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,72 +0,5%⁽¹⁾ ↑
+0,5%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +0,2%⁽¹⁾ ↑
+4,2%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -1,4%⁽¹⁾ ↓
-1,0%⁽²⁾ ↓

SEK/EUR (Suède)

0,10 -0,9%⁽¹⁾ ↓
-0,7%⁽²⁾ ↓

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

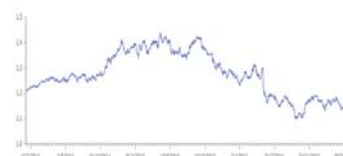
■ USD/EUR

Le résultat du premier tour de l'élection présidentielle française a permis à l'euro de fortement progresser face au dollar américain.



■ GBP/EUR

La livre sterling s'est envolée en avril suite à l'appel à des élections anticipées au Royaume-Uni par la Première ministre britannique Theresa May.



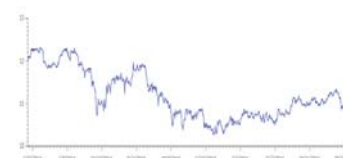
■ TRY/EUR

Malgré une courte victoire, le président Erdogan a remporté le scrutin portant sur une révision constitutionnelle : la livre turque s'est renforcée.



■ NOK/EUR

La mauvaise orientation du pétrole a entraîné un repli de la couronne norvégienne.



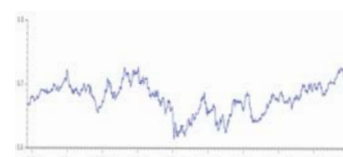
■ JPY/EUR

Valeur refuge, le yen japonais s'est fortement replié suite à la diminution des tensions sur les marchés.



■ AUD/EUR

En maintenant son taux directeur inchangé à 1,5%, la Banque centrale australienne a pesé sur le dollar australien.





Performance boursière

Le taux à 10 ans a baissé de 7 points de base au cours du mois d'avril, passant de 0,85% fin mars à 0,78% fin avril. Le taux à 20 ans a baissé dans la même mesure (-9 points de base à 1,19%), raison pour laquelle l'inclinaison de la courbe de taux est restée stable.

Les SIR ont fait du surplace avec une hausse limitée à 0,9%. Les plus fortes baisses concernent Warehouses Estates Belgium (-3,5%) et Vastned Retail Belgium (-3,0%). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif de WDP (5,5%), Ascencio (4,2%) et Cofinimmo (3,7%).

Information financière

Aedifica a acheté deux résidences de santé aux Pays-Bas pour 8 millions EUR. Zorgresidentie Kampen présente une capacité de 37 unités, contre neuf unités pour Zorgresidentie. Les deux résidences de santé affichent un rendement locatif de 7%. Deux centres de logement et de soins ont également été mis en service en Belgique. Le premier se trouve à Koersel (investissement de 10 millions EUR) et le deuxième à Veerle-Laakdal (investissement de 11 millions EUR). À Hilversum, Aedifica a acheté une résidence de santé de 30 unités encore à construire pour 7 millions EUR, avec un rendement initial attendu de 7%.

XIOR va redévelopper un complexe de bureaux à Amstelveen (Amsterdam) pour y construire 300 unités pour étudiants. L'investissement total s'élève à environ 30 millions EUR, pour un rendement initial attendu de 7%. Les bureaux sont en partie loués (revenus locatifs : 350.000 EUR), ce qui permet d'engranger des revenus dans l'attente de l'obtention du permis nécessaire et de l'exécution de la reconversion prévue. XIOR prévoit la mise en exploitation du bâtiment en septembre 2018.

Montea a acquis un projet built-to-suit pour un hub international de 31.500 M² sur le site Brucargo pour un montant total de 30,5 millions EUR et un rendement initial de 7,3%. Le hub international est loué à DHL pour une période de 15 ans. Montea annonce

également la réception d'un projet built-to-suit de 5000 M² qui a été loué à SACO Groupair pour une période de neuf ans. L'investissement s'élevait à 3,6 millions EUR avec un rendement initial de 7,8%. Ces investissements ont été financés par le produit de la vente d'immobilier en France l'an dernier.

Home Invest Belgium a réalisé un investissement supplémentaire au Center Parcs Porte Zélande avec l'achat de 7 cottages et 40 appartements. HIB avait déjà acheté 241 cottages à Porte Zélande en 2016. Cette acquisition fait de HIB le plus grand propriétaire de résidences de vacances sur le complexe.

Wereldhave Belgium a reçu 12,9 millions EUR (+4,9%) de revenus locatifs au premier trimestre 2017. La valeur du portefeuille immobilier, y compris les développements de projets, s'élevait à 818,7 millions EUR. Le taux d'occupation s'élevait à 95,6% pour les centres commerciaux (85% du portefeuille) et 90,6% pour les bureaux. Le taux d'endettement a légèrement baissé à 26,6%. En raison de la pression sur les loyers de marché et de frais uniques supplémentaires, le groupe prévoit pour l'ensemble de l'année 2017 un résultat net des activités de base légèrement inférieur au niveau de 2016.

Entre le 2 mai 2017 et le 12 mai 2017, les actionnaires de WDP pourront choisir de se faire verser leur dividende (4,26 EUR brut – 2,98 EUR net) en cash (ex-coupon le 27 avril 2017 – payable le 19 mai 2017) ou en actions (28 coupons pour une action nouvelle, ou 83,44 EUR par action nouvelle) ou une combinaison des deux.

Cofinimmo a vu ses revenus locatifs augmenter de 6,3% à 55,4 millions EUR au premier trimestre 2017. Le résultat opérationnel avant résultat sur le portefeuille a progressé de 8,5% à 40,4 millions EUR. La valeur du portefeuille immobilier est restée presque inchangée à 3,4 milliards EUR, alors que le taux d'occupation a légèrement baissé à 94,2%. La VNI EPRA s'élevait à 94,34 EUR par action. Le taux d'endettement est en léger repli à 42,8%, alors que le coût de financement moyen s'élève désormais à 2,0%. Le dividende brut de 5,50 EUR (cotation ex-coupon le 12 mai 2017) sera payable le 16 mai 2017. Pour l'année 2017, Cofinimmo s'attend à ce que le dividende reste inchangé à 5,50 EUR.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/03/17	31/12/16	30/04/16		
Aedifica	72,16	2,2%	6,9%	26,9%	23,4	3,1%
Care Property Invest	20,20	1,0%	1,7%	23,2%	26,3	3,4%
XIOR	36,50	0,1%	3,0%	21,3%	20,1	4,3%
Home Invest Belgium	96,01	0,5%	1,3%	-2,9%	31,8	4,5%
QRF	25,00	0,0%	-5,7%	-0,9%	16,1	5,4%
Retail Estates	75,00	-2,5%	-0,3%	-0,3%	17,0	4,6%
Vastned Retail Belgium	49,37	-3,0%	-8,7%	-10,3%	20,2	4,9%
Ascencio	60,74	4,2%	-3,0%	7,0%	26,1	5,6%
Wereldhave Belgium	99,99	2,0%	-2,7%	-8,0%	16,6	5,2%
Warehouses Estates Belgium	59,08	-3,5%	-7,7%	1,9%	16,5	5,9%
Leasinvest Real Estate	104,30	-0,6%	-1,1%	8,5%	18,1	4,8%
Befimmo	53,55	0,5%	0,4%	-1,7%	14,3	6,2%
Cofinimmo	111,10	3,7%	2,3%	5,8%	16,9	4,9%
Montea	46,69	3,5%	0,8%	23,5%	16,0	4,9%
WDP	87,84	5,5%	8,6%	16,7%	16,3	5,0%
Intervest Offices & Warehouses	23,80	0,0%	-0,4%	2,2%	14,2	5,9%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



COMMERZBANK (ISIN DE0008032004 - 8,37 EUR)

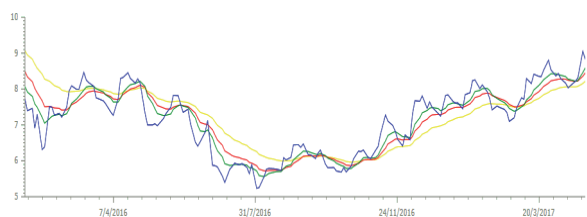
Profil

Commerzbank figure parmi les principaux groupes bancaires allemands. Le Produit Net Bancaire (PNB) par activité se répartit comme suit :

- banque de marché et d'investissement (38%) : ingénierie financière, conseil en fusions-acquisitions, opérations sur actions, interventions sur les marchés de capitaux, etc. ;
- banque de détail, banque privée et gestion d'actifs (31,3%) : vente de produits et de services bancaires classiques et spécialisés (crédit à la consommation, crédit-bail, etc.), banque privée, etc. ;
- banque de financement (27,9%) : financement de projets publics, financements spécialisés et structurés, crédits hypothécaires, etc. ;
- autres (2,8%) : gestion pour compte propre.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 18,4x
Cours/Actif Net : 0,37x
Rendement : 0,21%



Notre opinion

L'année 2017 sera encore difficile

Commerzbank est une banque commerciale internationale de premier plan avec des succursales et des bureaux dans plus de 50 pays. Les principaux pays où le Groupe est présent sont l'Allemagne et la Pologne. La banque fournit des services aux particuliers, aux entreprises et aux clients institutionnels à travers quatre branches : banque de détail, banque des PME, Corporates & Markets et les activités en Europe centrale et orientale.

Capital Markets Day – Commerzbank 4.0

Lors de la Journée Investisseurs en octobre 2016, Commerzbank a présenté son programme stratégique "Commerzbank 4.0", qui repose sur trois piliers :

1. Mettre l'accent sur les activités où il y a un net avantage concurrentiel et stopper les activités non essentielles;
2. Digitalisation de la banque;
3. Simplifier la banque pour une plus grande efficacité.

Sur la période 2016-2020, Commerzbank met en avant plusieurs objectifs, avec une distinction entre un scénario où les taux d'intérêts sont stables et un scénario avec des taux d'intérêt en hausse :

INTEREST ➡ INTEREST ✓

Revenues (EUR bn)	9.8-10.3	11.3
Costs (EUR bn)	6.5	6.5
Cost-to-income ratio (%)	< 66	60
Net Return on Tangible Equity (%)	> 6	> 8
Core Equity Tier 1 ratio (%)	>13	> 13

Commerzbank veut réduire d'ici 2020 ses coûts de 1,1 milliard d'euros, et ses effectifs de 9.900 salariés à temps plein.

La solvabilité de Commerzbank est de 12,3% (Basel III Common Equity Tier-1 fully loaded), ce qui est suffisant et répond déjà aux besoins en capital (11,75%) pour 2019. Une augmentation du capital n'est donc pas à l'ordre du jour.

Le risque du portefeuille non-core (16,2 milliards d'euros, dont 9,0 milliards dans le secteur public, 4,8 milliards de financement dans des navires et 2,5 milliards dans l'immobilier commercial) a été considérablement réduit. 1,8 milliard d'euros de ce portefeuille sont des crédits non performants, et la direction prévoit d'enregistrer des pertes supplémentaires de 1,1 milliard d'euros d'ici la fin de 2020.

Depuis le début de l'année, le cours de Commerzbank a progressé de 16,8%, ce qui en fait l'un des titres les plus performants de l'indice bancaire en Europe. L'évaluation prix / valeur comptable est très faible par rapport à ses pairs. Toutefois, le ratio cours / bénéfices pour 2017 est très élevé (19,4x à 12,3x en moyenne pour le secteur).

Nous préférons rester à l'écart.

Analyse Résultats

En 2016, Commerzbank a vu son bénéfice net reculer de 75% en raison de la faiblesse des revenus (-4,0%), les coûts d'exploitation ont diminué à un rythme plus lent (-0,8%), la hausse des provisions sur créances (900 millions d'euros vs. 696 millions d'euros en 2015), en partie compensée par une baisse des coûts de restructuration (261 millions d'euros contre 629 millions pour 2015).

La solvabilité était forte, avec un ratio Common equity Tier 1 ratio (CET 1 - à pleine charge) de 12,3% et un levier de 4,8%. Aucun dividende ne sera versé pour l'exercice 2016.

Analyse Technique

Techniquement parlant, CBK 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.



■ PROXIMUS (ISIN BE0003810273 - 29,24 EUR)

■ Profil

Proximus est le 1^{er} opérateur de télécommunications belge. Le CA (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit :

- prestations de télécommunications aux particuliers (49%) : prestations de téléphonie fixe (2,1 millions de lignes installées à fin 2016), de téléphonie mobile (4,1 millions de clients), de services d'accès à Internet (1,8 million d'abonnés ADSL), de diffusion de télévision interactive (1.848.000 abonnés), etc.;
- prestations de télécommunications aux entreprises (26,3%) ;
- prestations de portage (24,7% ; BICS) : prestations de connectivité et de services de capacité à destination d'opérateurs télécoms et de fournisseurs de services internationaux.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,75x
Cours/Actif Net :	3,24x
Rendement :	5,20%



■ Notre opinion

Une politique de rémunération toujours attrayante

Entre l'année 2000 et fin 2016, le taux de croissance annuel moyen des revenus du Groupe Proximus s'établit à +0,8% (en diminution depuis 2011) et de +1,2% pour l'EBITDA, soit des niveaux faibles mais en lien avec le taux de croissance potentielle du PIB en Belgique où l'opérateur réalise la majorité de ses revenus. Sur cette même période, on soulignera que le Groupe a toujours eu la volonté de maintenir une structure financière solide : le montant des capitaux propres a toujours représenté plus de 30% du total du bilan comptable (37% actuellement). Autre élément de preuve montrant l'orthodoxie financière du Groupe, la capacité d'autofinancement est structurellement positive, tout comme les flux de trésorerie (FCF), de quoi poursuivre la politique généreuse auprès de ses actionnaires. Au final donc, le bilan de la société est solide, d'où des notations financières élevées de la part des agences de notation (rating A1 pour Moody's, A pour Standard & Poor's) et le succès de son dernier emprunt obligataire sursouscrit de près de 3 fois pour un montant de 500 millions d'euros (coupon de 0,5%).

Toutefois, comme nous l'avons observé entre 2012 et 2015, le montant des dividendes versés aux actionnaires était supérieur aux flux de trésorerie générés : d'où un taux de distribution (FCF payout) au-dessus de 100% et in-fine un changement dans la politique auprès des actionnaires (le dividende passera de 2,50 EUR en 2013 à 1,50 EUR depuis 2015). Sur base des perspectives du Groupe, le taux de distribution devrait se situer proche des 90% selon nos calculs. Proximus s'est engagé à "verser à ses actionnaires un dividende stable de 1,50 EUR par action pour la période 2017-2019" (soit un rendement brut par action de 5,20%).

Le Groupe verse donc la majorité de son cash-flow libre sous forme de dividendes, une situation qui pourra continuer dans le futur sauf en cas d'accident au niveau opérationnel (arrivée d'un nouveau concurrent ; élévation de l'environnement concurrentiel en Belgique ; ou encore augmentation des CAPEX nettement plus élevé que l'inflation).

Perspectives sur 2017

Pour 2017, Proximus table sur des revenus "Domestique" (75% des ventes) quasiment stable par rapport à l'année dernière, et ce en dépit d'un marché fortement concurrentiel et de l'impact roaming. L'EBITDA est attendu en légère progression par rapport à 2016 grâce au plan de réduction de coûts (d'où une croissance du résultat d'exploitation supérieure par rapport aux revenus). Les dépenses d'investissement sont estimées à 1 milliard d'euros (17% des revenus), en ligne avec le plan de déploiement de la fibre annoncé en décembre dernier.

Valorisation

En prenant en compte les perspectives actuelles du Groupe et sur base d'un taux de croissance à l'infini de 1%, notre modèle de valorisation par actualisation des flux de trésorerie (DCF) pointe un objectif de cours vers les 31 EUR (un niveau en ligne avec le consensus actuel). Toujours sur le DCF et sans rentrer dans la complexité du modèle, compte tenu du faible taux d'actualisation la moindre augmentation des taux long en Belgique aura un impact négatif assez significatif sur le modèle de valorisation (et inversement).

Les multiples de valorisation sont élevés en absolu et s'expliquent plus selon nous par la qualité financière du dossier (bilan financier sain + rendement élevé du titre) que par la croissance potentielle des bénéfices futurs.

Compte tenu du niveau de valorisation actuel, nous sommes à "Conserver".

■ Analyse Technique

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

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ DEUTSCHE BANK (ISIN DE0005140008 - 15,70 EUR)

■ Profil

Deutsche Bank figure parmi les 1^{ers} groupes bancaires allemands. Les revenus par activité se répartissent comme suit :

- banque de détail, banque privée et gestion d'actifs (59%) ;
- banque d'investissement, de financement et de marché (30,1%) : ingénierie financière (conseil en fusion-acquisition, opérations sur actions, etc.), capital-investissement, interventions sur les marchés de taux, de change et d'actions, intermédiation boursière, financements spécialisés (d'acquisitions, de projets, etc.) ;
- autres (10,9%).

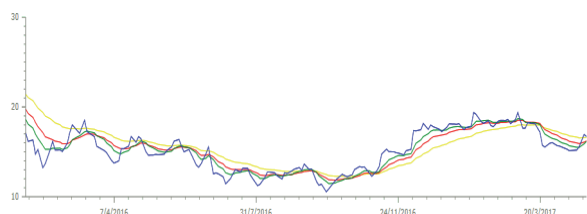
A fin 2016, Deutsche Bank gère 550,2 Mds EUR d'encours de dépôts et 408,9 Mds EUR d'encours de crédits.

La commercialisation des produits et services est assurée au travers d'un réseau de 2 656 agences, dont 1 776 implantées en Allemagne.

La répartition géographique des revenus est la suivante : Allemagne (34,8%), Royaume uni (16,1%), Europe-Moyen Orient-Afrique (14,5%), Amériques (22,4%) et Asie-Pacifique (12,2%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	12,46x
Cours/Actif Net :	0,46x
Rendement :	1,05%



■ Notre opinion

Y aura-t-il un jour création de valeur ?

Deutsche Bank AG est une banque mondiale active dans la banque commerciale et d'investissement, de financement et de marché, actifs auprès des clients institutionnels, des petites et moyennes entreprises ou encore de clients privés. Le groupe détient une position importante en Europe ainsi qu'aux Etats-Unis et en Asie-Pacifique. Le groupe emploie plus de 100.000 salariés, dispose de 2.656 succursales dont 1.776 en Allemagne.

L'augmentation de capital s'est terminée aujourd'hui

Aujourd'hui, Deutsche Bank clôture son augmentation de capital de 8 milliards d'euros, soit 687,5 millions d'actions nouvelles au prix de 11,65 EUR par action. 2 actions anciennes donnent le droit de souscrire à une action nouvelle, de sorte que la dilution après l'opération de capital est très grande. C'est déjà la quatrième augmentation de capital

depuis la crise financière en 2008. L'opération en cours a été entièrement souscrite par un syndicat de 30 banques.

En outre, Deutsche Bank a planifié la cession d'actifs pour une valeur de 2 milliards d'euros. Avec la levée de 10 milliards d'euros (8+2) le ratio Core Tier 1 devrait atteindre les 14%.

La stratégie s'est en partie inversée

En 2015, Deutsche Bank a annoncé un nouveau plan stratégique pour la période 2016-2020. Le plan prévoyait un solide programme de réduction des coûts avec une réduction du personnel de 9.000 personnes et le retrait dans 10 pays. La banque voulait réduire ses risques (entre autres par la vente de Postbank) et améliorer ses fonds propres en ne payant aucun dividende pendant deux ans (2015 et 2016). À partir du 1^{er} janvier, 2016, après la réorganisation, Deutsche Bank compte cinq branches : Corporate & Investment Banking, Global Markets, Private & Business Clients, Deutsche Asset Management et Non-Core Operations.

À la suite de l'augmentation de capital, des changements ont été annoncés dans la stratégie. Le segment gestion d'actifs en plein essor sera amené à être introduit en bourse. A l'inverse, Postbank se trouve intégré dans le Groupe, parce que Deutsche Bank a échoué à trouver un acheteur. Les segments "Desk" et "Business Consulting" ont été fusionnés après avoir été il y a un an seulement séparés. En outre, deux directeurs généraux adjoints ont été nommés Marcus Schenk (Investment Banking) et Christian Sewing pour Postbank. Avec ces deux nouvelles nominations, le PDG John Cryan se retrouve donc affaibli.

Pour apaiser les actionnaires, Deutsche Bank continuera de verser un dividende de 0,19 EUR brut par action pour 2016. Pour 2017, le dividende serait alors ramené à 0,11 EUR brut par action. A partir de 2018 (payable en 2019) le dividende commencerait de nouveau à augmenter.

Conseil

L'augmentation de capital a été un succès, il n'y a donc pas de problème concernant la solvabilité. Cependant, il y a une très forte dilution par action et il y a encore des incertitudes sur la feuille de route stratégique.

L'exercice de valorisation prend en compte le risque élevé au niveau opérationnel, ce qui explique pourquoi la valeur intrinsèque est faible. En outre, la sous valorisation du titre est structurelle, et est connue sous le nom de "value trap".

Nous n'excluons pas que le cours de bourse flambe parfois en bourse, mais nous préférons éviter d'investir sur le titre.

■ Derniers résultats

Techniquement parlant, DBK s'inscrit dans une tendance plutôt haussière. En conséquence, les investisseurs évoluent au sein d'un environnement technique relativement sécurisé. Sauf nouvelles de marché imprévues, ce type d'atmosphère plaide plutôt pour de plus amples surperformances.



■ SIPEF (ISIN BE0003898187 - 61,92 EUR)

■ Profil

SIPEF est un groupe agroalimentaire organisé autour de 5 familles de produits :

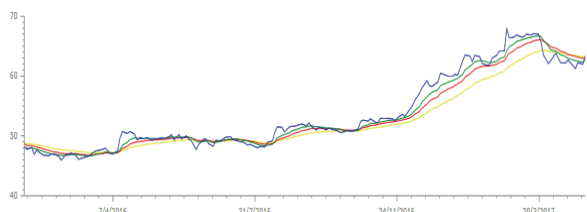
- huile et graines de palme (82,3% du CA) : 290,9 Kt d'huile de palme et 39,6 Kt de graines produites en 2015 ;
- caoutchouc (7%) : 9,6 Kt produites ;
- fruits exotiques et plantes (6,7%) : bananes (24,3 Kt produites) et fleurs d'ananas (497 000 unités) ;
- thé (3,3%) : 2,7 Kt produites ;
- autres (0,7%).

A fin 2015, le groupe dispose de 70.359 hectares de plantations.

La répartition géographique du CA est la suivante : Belgique (2,1%), Royaume Uni (23,2%), Suisse (22,2%), Pays Bas (22,1%), Europe (6,3%), Indonésie (15,1%), Singapour (5,3%), Etats-Unis (0,8%), Côte d'Ivoire (0,7%) et autres (2,2%). (Données source Euronext).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	12,1x
Cours/Actif Net :	1,3x
Rendement :	2%



■ Notre opinion

Depuis l'année 2000, la croissance annuelle moyenne de 5% des revenus et de 9% pour l'EBITDA reflète la volonté du Groupe de croître. En effet, sur cette même période le bilan comptable a progressé de 10% en moyenne par an grâce aux nombreuses acquisitions. A ce titre, l'augmentation de capital prévue cette année servira à financer les derniers investissements (PT Agro Muko et DMIL) : le montant s'élève à 97,2 millions de dollars (soit 17,5% de la capitalisation boursière). Par combinaison, un emprunt bancaire à long terme sera levé pour le montant restant à financer. Le financement en fonds propres des acquisitions et le niveau limité de la dette est un choix clairement revendiqué par le Groupe. Ainsi, il n'est pas surprenant de constater que depuis une décennie les fonds propres représentent plus de 70% du total du bilan et que le poids des dettes financières a toujours été très faible.

Au niveau des ressources internes, l'on soulignera que la capacité d'autofinancement et le cash-flow opérationnel sont chaque année en territoire positif. Malgré cela, le niveau important et nécessaire des investissements (CAPEX) entraîne épisodiquement les flux de trésorerie en territoire négatif.

Ainsi, le cash de l'entreprise sert parfois de "vase communicant" pour le financement de la politique de rémunération des actionnaires : on comprend donc mieux pourquoi le montant du dividende change d'année en année (à titre d'exemple, dans son dernier rapport annuel le Groupe propose de verser un dividende brut de 1,25 EUR, contre 0,60 EUR l'année passée ou encore 1,25 EUR en 2013/2014 et 1,70 EUR en 2012).

Avec la baisse du prix de l'huile palme entre 2012 et 2015, le niveau des marges a reculé (effets coûts fixes). Nonobstant, une inflexion est apparue sur l'exercice 2016, d'où des métriques de rentabilité (ROE, ROIC, etc.) qui commencent à s'améliorer : ce mouvement résulte de la progression de l'huile de palme entre 2016 et 2015 (le prix moyen du marché est passé de 623 à 700 USD/tonne). En somme donc, la baisse des cours de l'huile palme a entraîné l'ensemble des métriques de marge et de rentabilité sur des niveaux de bas de cycle, d'où en corollaire des multiples de valorisation historiquement faibles.

Après une forte hausse de la production d'huile de palme sur le T1 (+21,7%), le Groupe anticipe par la suite "une croissance plus "normale" des volumes, de l'ordre de 10% pour la prochaine période".

Avec l'utilisation accrue de l'usage des biodiesels, de nombreuses études montrent une corrélation positive entre l'évolution du cours du pétrole et le cours de l'huile de palme (toutefois cette corrélation n'est pas stable dans le temps).

Il existe bien une corrélation forte entre la variation du cours de bourse Sipef et l'évolution du prix de l'huile de palme : coefficient de corrélation de 85% et un r^2 de 0,73.

Disons-le clairement, les multiples de valorisation P/E et EV/EBITDA sont au plancher (comparativement aux 5 dernières années. Fin 2016, la valeur comptable ressortait proche des 47 EUR (source Bloomberg). La méthode de valorisation par comparables est peu pertinente dans le cas présent en raison de la récente offre de l'entreprise malaisienne Kuala Lumpur Kepong sur l'anglais M.P.Evans et du faible nombre d'acteurs en zone euro dans ce secteur. Ainsi, nous retiendrons l'objectif moyen du consensus, soit 71,65 EUR.

Partant du postulat qu'il est préférable d'acheter en bas de cycle, nous sommes donc à l'achat sur le titre. Nonobstant, il serait préférable d'attendre l'augmentation de capital avant de rentrer sur le titre.

■ Tendances techniques

Techniquement parlant, SIP s'inscrit dans une tendance 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.

Gestion de portefeuilles

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



■ Environnement

Le premier trimestre sur les marchés financiers mondiaux a été caractérisé par le début de la présidence de Donald Trump. Malgré la hausse des taux d'intérêt directeurs par la Banque centrale américaine, les rendements des obligations souveraines américaines et le dollar ont légèrement baissé, La faiblesse de la devise américaine et la perspective de réformes règlementaires ont été favorables aux actions américaines. Les marchés boursiers des autres pays développés ont également bien progressé. En particulier, les cours boursiers de la zone euro ont fortement augmenté, soutenus par l'amélioration de l'économie et le résultat du premier tour de l'élection présidentielle française. Dans le même temps, les propos moins agressifs de Donald Trump sur le commerce mondial ont contribué à la surperformance des actifs des marchés émergents. Enfin, le prix du pétrole est resté supérieur à 50 dollar par baril.

Nous considérons que les actifs américains (actions et obligations) ont connu leurs meilleurs périodes, tant en termes absolus qu'en termes relatifs. Nous anticipons que les rendements des obligations souveraines américaines devraient progresser plus que ceux des autres pays développés. Même si l'économie américaine continue de bien fonctionner, nous considérons que les actions américaines auront difficile de continuer à progresser. La principale raison est que les entreprises américaines devraient connaître une compression de leurs marges bénéficiaires suite à la hausse du coût du travail et au rebond du dollar. Les marchés boursiers des autres pays développés (zone euro et Japon) devraient mieux évoluer, aidés entre autre par la dépréciation de leur devise.

■ Transactions

Les profils obligataires sont fortement exposés aux obligations plus risquées dont les obligations hybrides. Celles-ci ont une pondération de plus de 15% du portefeuille. Elles sont désignées sous le vocable d'obligation hybride car elles ont des caractéristiques assimilables aux obligations et aux actions. Elles paient un intérêt fixe (obligation), perpétuelle (action) et permettent en cas de difficultés financières le report du paiement des intérêts (action). En échange d'un risque plus élevé, l'investisseur reçoit un coupon plus élevé que celui payé sur une obligation classique. Nous avons décidé de réduire progressivement le poids de celles-ci dans les portefeuilles afin d'acter la plus-value et de réduire la volatilité. En effet, ce type d'obligation a tendance à se comporter comme les actions lorsque les marchés deviennent moins optimistes. A la fin du mois d'avril, nous avons vendu l'obligation hybride émise par l'assureur français Axa. Il s'agit d'une obligation libellée en euros, perpétuelle et assortie d'un

coupon de 3,875%. Outre la volonté de réduire le poids des obligations hybrides dans le portefeuille, le choix s'est porté sur cette obligation car son prix a bien progressé après les résultats du 1^{er} tour de l'élection présidentielle française, elle n'est pas éligible au programme d'achats d'obligations d'entreprise par la BCE, sa durée est élevée (la date du call est octobre 2025).

Pour les profils obligataires, notre stratégie est de continuer à réduire le poids des obligations les plus risquées (obligation hybride et obligation d'entreprise cyclique) afin de constituer une poche de liquidité qui correspond à 10% du portefeuille. Ces liquidités devraient être réinvesties de manière opportuniste dans de nouvelles émissions obligataires, prioritairement par des sociétés belges. Nous devrions assister à de nouvelles émissions après la levée des incertitudes liées aux élections présidentielles françaises.

Pour les profils de gestion avec actions, nous sommes toujours favorables aux actions. Néanmoins, nous avons au cours des derniers mois réduit la surpondération des actions. Elle s'est faite principalement par la vente d'actions américaines et européennes (hors zone EMU). En avril, nous n'avons pas procédé à de nouvelles ventes d'actions et ce pour 2 raisons. Premièrement, la majorité de l'exposition aux actions est représentée par les actions de la zone euro - qui constituent 60% du poids des actions-. Deuxièmement, nous avons voulu faire bénéficier les portefeuilles du regain de confiance des investisseurs à l'égard des actions de la zone euro. Etant donné que la hausse des marchés d'actions semble trop forte par rapport aux fondamentaux, nous allons à court terme prendre notre bénéfice principalement sur les actions individuelles qui ont connu de très fortes progressions.

Au niveau des valeurs individuelles, nous avons procédé à un arbitrage courant du mois d'avril. Par mesure de précaution, nous avons vendu avant le 1^{er} tour des élections présidentielles françaises l'action de la banque française Société Générale. Cette vente a été motivée par notre volonté d'acter une belle plus-value et de réduire notre exposition aux actions françaises. Le choix s'est porté spécifiquement sur Société Générale car plus de 50% de son chiffre d'affaires consiste dans son activité de la banque de détail en France. De plus, l'action est très volatile et la révélation de fraude dans les états financiers de Banco Popular aurait pu affecter les valeurs bancaires. Le produit de la vente de l'action Société Générale a été réinvesti dans l'achat de l'action néerlandaise Refresco. Il s'agit du plus grand embouteilleur européen de boissons fraîches et de jus. Le groupe a pour client les leaders de la grande distribution et de grands producteurs de boissons comme Coca-Cola ou Pepsico. Le groupe opère dans un secteur d'activité stable avec une excellente visibilité :

la croissance organique est de l'ordre de 2 à 3% par an, les marges opérationnelles sont élevées et les contrats sont à long terme. De plus, Refresco a un excellent track-record en termes d'acquisitions externes. Ainsi, le groupe a fait son entrée sur le marché américain l'année dernière avec l'acquisition de Whitman. Au moment de l'achat, l'action Refresco se traitait à des multiples de 12 X le bénéfice estimé de l'année 2017, soit des niveaux très raisonnables pour une entreprise de cette qualité. La raison de la décote est que les principaux actionnaires de Refresco sont plusieurs private equity qui désirent vendre leur participation à un cours supérieur à 14,50 euros, soit le prix de l'IPO de cette société en mars 2015. Quelques jours après l'achat de l'action Refresco à 14,32 euros, son cours boursier a fortement progressé suite à l'annonce que les actionnaires rejettent l'offre de rachat à 17,855 euros faite par le groupe de private equity PAI Partners. Nous conservons l'action Refresco dans l'attente que PAI Partners augmente son offre.

La principale modification a été d'investir dans l'OPC JP Morgan Multi-Manager Alternatives Fund pour un poids de 3% du portefeuille. Nous considérons que le potentiel d'appréciation des actions et des obligations est devenu plus faible étant donné le niveau actuel des actions et la perspective de remontée des taux d'intérêt. De plus, la volatilité sur les marchés d'actions et des obligations est historiquement basse et devrait connaître des pics. Par conséquent, avoir une partie du portefeuille investie dans des stratégies de "hedge fund" devrait permettre de réduire la sensibilité du portefeuille aux risques de marché et d'offrir une protection en cas de baisse des marchés.

Le choix s'est porté sur l'OPC JP Morgan Multi-Manager Alternatives Fund pour plusieurs raisons. Primo, il s'agit d'une solution unique pour diversifier un portefeuille à travers une exposition aux différentes stratégies de "hedge fund" - ce produit permet d'investir dans différentes stratégies, classes d'actifs et managers-. Secundo, le compartiment est géré par JP Morgan qui a une expérience réussie de plus de 21 ans dans l'allocation dans les stratégies de "hedge fund". Tertio, la structure du compartiment est efficiente : "managed accounts" (et non pas un fonds de fonds), pas de frais de performance, limitation du risque et liquidité.

L'objectif du compartiment est d'offrir la performance de l'indice le plus représentatif de l'évolution des fonds de "hedge fund", à savoir le HFRX Global Hedge Fund Index. Le compartiment est géré de manière à préserver le capital tout en participant à la hausse dans les marchés haussiers et en diminuant l'exposition dans les marchés baissiers. Ce compartiment devrait générer une appréciation du capital avec une volatilité faible et une sensibilité moindre aux moteurs traditionnels de croissance des portefeuilles que sont les actions et les obligations. Ce compartiment devrait avoir une volatilité annuelle de 6% (par rapport à 18% pour les marchés d'actions) et une sensibilité aux returns obligataires limitée à 0,3. Comme le compartiment est géré de manière globale et en dollars américain, la classe en euro avec une couverture systématique du dollar par rapport à l'euro a été choisie. Pour minimiser les frais, la classe institutionnelle a été choisie. Elle nécessite une souscription initiale de plusieurs millions de dollars.

Perspectives et points d'attention

- Le "reflation trade" se maintiendra-t-il ?
- Le suivi par l'OPEP de la réduction des quotas pétroliers
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- La montée des incertitudes politiques
- La politique de change de la Chine
- Les flux de capitaux vers les marchés émergents

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

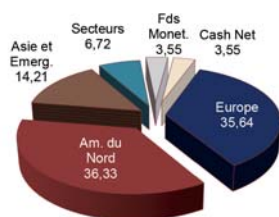
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

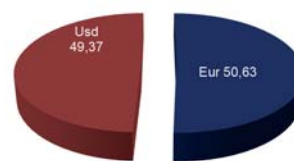
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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).

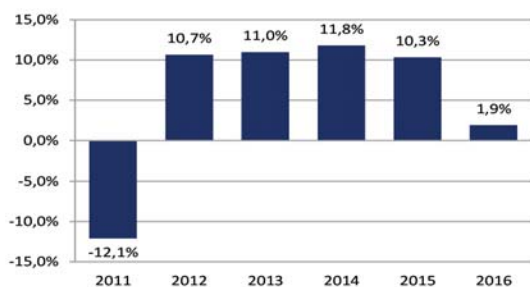
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 28 avril 2017	15,14€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	12,73%
3 ans rend. actuariel :	9,86%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,47%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

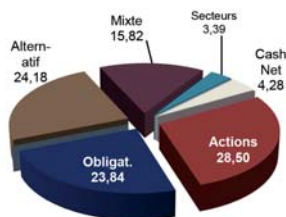
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRRI

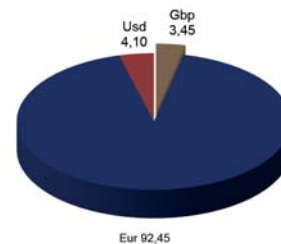
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

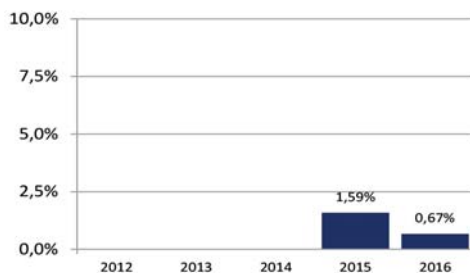
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 28 avril 2017	10,32€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	4,20%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	1,78%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

■ **Jeudi 1^{er} juin 2017 : Conférence**

La monnaie et les marchés financiers, toute une histoire

Langue : Français
 Lieu / Heure : Villattitude - Chaussée de Waterloo 1020 - 1180 Uccle / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 8 juin 2017 : Conférence**

L'automobile de demain vue par BMW

Langue : Français
 Lieu / Heure : L'Orangerie du Château de Seneffe - Rue Lucien Plasman 7 -
 7180 Seneffe / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers et
 Monsieur Christophe Weerts, Corporate Communications Manager
 chez BMW Group
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 15 juin 2017 : Conférence**

Défis et perspectives des marchés boursiers

Langue : Français
 Lieu / Heure : L'agence de Liège - 2 Place St-Paul / 18h30
 Orateur : Monsieur Vincent Van Dessel, CEO
 chez Euronext Bruxelles et
 Monsieur Monsieur Olivier Leleux, CEO
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

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

Internet: <http://www.leleux.be>
E-Mail: webmaster@leleux.be

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

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

Responsable de la rédaction :
Olivier Leleux
 Date de rédaction :
28 avril 2017