

## Edito

Découragées par la réglementation ou alléchées par des objectifs financiers garantissant de plantureux dividendes à leurs actionnaires, force est de constater qu'un grand nombre d'institutions financières se contentent désormais de solutions standardisées pour les investisseurs. Une voie que n'a pas voulu emprunter la première société de bourse indépendante du pays qui fête cette année son nonantième anniversaire. A l'heure de la déshumanisation, où les fermetures d'agences bancaires sont devenues monnaie courante en Belgique, Leleux Associated Brokers continue quant à elle à investir dans son réseau physique d'agences.

Si elle puise son expertise dans la tradition, Leleux Associated Brokers a parfaitement négocié le tournant des nouvelles technologies et s'est adaptée à l'évolution réglementaire importante des dernières décennies. Membre des marchés boursiers les plus importants d'Europe et connectée aux marchés internationaux grâce à un réseau de correspondants locaux de qualité, la société de bourse offre à ses clients un accès instantané à plus de 22 marchés financiers mondiaux, via notamment sa plate-forme en ligne Leleux Online, qui fut la première active sur le marché belge en 1998. La société de bourse est également plébiscitée par plusieurs professionnels à la recherche d'un partenaire robuste pour assurer la conservation des instruments financiers de leurs clients et transmettre leurs ordres de bourse sur les marchés. C'est ainsi que la société de bourse assure la gestion administrative de plus de 300.000 dossiers titres individuels pour 5 banques et 3 sociétés de bourse en Belgique. Au total, Leleux Associated Brokers assure la conservation d'avoirs financiers pour plus de 14 milliards d'euros.

C'est avec le même professionnalisme que la société de bourse offre des services personnalisés à ses 13.000 clients particuliers, allant du conseil

à la demande jusqu'à la gestion discrétionnaire. Ainsi, tout client désireux de rester au centre de la décision d'investissement est conseillé en fonction de son profil, de ses objectifs et de sa personnalité d'investisseur, conformément aux principes et à l'éthique de la Maison depuis 1928 et à la réglementation MiFID depuis 2007. Les investisseurs les plus chevronnés peuvent ainsi gérer leurs placements eux-mêmes tout en faisant appel à Leleux Associated Brokers pour des conseils ponctuels. Leur chargé de clientèle leur remet dans ce cas un avis tenant compte de la recommandation des analystes financiers de la société et de la situation personnelle du client.

Pour les clients n'ayant pas le temps de suivre attentivement les marchés financiers, la société de bourse propose un service de conseil général en investissement. Concrètement, le client reçoit des recommandations qu'il lui est loisible de suivre ou pas. Il conserve donc la maîtrise de son patrimoine, tout en pouvant compter sur l'expertise et le suivi des recommandations des professionnels de Leleux Associated Brokers.

Finalement, dans le cadre de la gestion discrétionnaire, le client délègue la gestion de son portefeuille aux équipes spécialisées de Leleux Associated Brokers. L'approche demeure toutefois personnalisée, le client déterminant avec son chargé de clientèle les risques qu'il est prêt à prendre, ses objectifs en matière de placements, ses besoins financiers, autant de balises à l'exécution de son mandat de gestion.

Chaque jour, à l'instar de leurs prédécesseurs depuis nonante années, nos 125 collaborateurs mettent tout en place pour vous offrir le service correspondant à vos besoins légitimes d'investisseur. N'hésitez pas à faire appel à l'expertise de nos chargés de clientèle en agences, qui sont à votre entière disposition chaque jour ouvrable de 8h à 22h.

<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)

552,85 -0,5%<sup>(1)</sup> ↘  
+1,5%<sup>(2)</sup> ↗

### BEL 20 (Belgique)

3.764,22 -3,7%<sup>(1)</sup> ↘  
-5,4%<sup>(2)</sup> ↘

### CAC 40 (France)

5.398,40 -2,2%<sup>(1)</sup> ↘  
+1,6%<sup>(2)</sup> ↗

### DAX (Allemagne)

12.604,89 -0,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-2,4%<sup>(2)</sup> ↘

### FTSE (G-B)

7.678,20 +2,2%<sup>(1)</sup> ↗  
-0,1%<sup>(2)</sup> ↘

### SMI (Suisse)

8.456,95 -4,8%<sup>(1)</sup> ↘  
-9,9%<sup>(2)</sup> ↘

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.049,46 -1,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,0%<sup>(2)</sup> ↘

### DJIA (USA)

24.415,84 +1,0%<sup>(1)</sup> ↗  
-1,2%<sup>(2)</sup> ↘

### NASDAQ (USA)

7.442,12 +5,3%<sup>(1)</sup> ↗  
+7,8%<sup>(2)</sup> ↗

### TS 300 (Canada)

16.061,50 +2,9%<sup>(1)</sup> ↗  
-0,9%<sup>(2)</sup> ↘

### NIKKEI (Japon)

22.201,82 -1,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-2,5%<sup>(2)</sup> ↘

### MSCI World

2.092,92 +0,3%<sup>(1)</sup> ↗  
-0,5%<sup>(2)</sup> ↘

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



Les récents indicateurs à haute fréquence de l'activité mondiale donnent des signaux mitigés. Cela est cohérent avec le ralentissement de la croissance du PIB mondial durant le premier trimestre de 2018. La confiance des entreprises semble s'être stabilisée ces derniers mois mais certains indicateurs des échanges, comme les commandes de biens destinés à l'exportation, ont continué à fléchir. Le ralentissement de la croissance du PIB observé sur le premier trimestre de l'année a concerné avant tout les économies avancées, en particulier l'Europe et le Japon. Elle découle en partie de facteurs temporaires, incluant des conditions météorologiques inhabituellement défavorables. Cependant, les préoccupations relatives aux perturbations des échanges mondiaux ont pu engendrer des incertitudes, conduisant les entreprises à repousser temporairement des investissements. L'augmentation des prix du pétrole, en poussant à la hausse l'inflation globale et en ralentissant temporairement la progression des revenus réels des ménages, peut aussi avoir contribué à la modération des dépenses de consommation observée récemment.

Selon l'OCDE, l'expansion devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années, avec une hausse du PIB mondial qui devrait s'établir à près de 4% en 2018 et 2019. Dans la zone OCDE, la croissance devrait rester proche de 2,5% par an et bénéficier de l'assouplissement budgétaire qui devrait intervenir dans de nombreuses économies. Dans le reste du monde, elle s'affermira pour avoisiner les 5%. Même si la progression de l'emploi devrait être plus modérée dans les économies avancées, le taux de chômage devrait atteindre son niveau le plus bas depuis 1980 dans l'ensemble de l'OCDE, provoquant une intensification des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays. La hausse des prix et des salaires devrait en conséquence augmenter, mais modérément, compte tenu de l'impact faible que les tensions sur les ressources ont eu sur l'inflation ces derniers temps et des possibilités existantes, dans certaines économies, d'accroître le taux d'activité et les heures travaillées. À l'échelle mondiale, l'investissement et les échanges sont repartis à la hausse l'année dernière et devraient continuer de croître régulièrement au cours des deux années à venir, si les tensions commerciales ne s'aggravent pas davantage. Malgré tout, les perspectives d'amélioration des niveaux de vie restent inférieures à ce qu'elles étaient avant la crise, en raison d'évolutions démographiques moins favorables et des résultats insuffisants en matière d'investissement et de productivité au cours de la dernière décennie.

Bien que les perspectives à court terme demeurent favorables, les risques d'une révision à la baisse de ce scénario prédominent. Le taux de croissance mondiale prévu est conforme au taux moyen de long terme relevé avant la crise, mais l'expansion en cours reste soutenue par une politique monétaire très accommodante dans les économies avancées et, de plus en plus, par un assouplissement de la politique budgétaire, ce qui laisse à penser que l'objectif d'une croissance forte et autonome n'est pas encore atteint.

Dans le domaine des échanges, les tensions protectionnistes ont déjà contribué à fragiliser la confiance, et toute nouvelle escalade en la matière aurait des conséquences négatives sur l'investissement, l'emploi et les niveaux de vie. Au cours des derniers mois, des préoccupations d'ordre géopolitique ont contribué à une nouvelle hausse sensible des prix du pétrole et, si cette situation devait perdurer, elle alimenterait l'inflation et pèserait sur la progression des revenus réels des ménages. Des risques géopolitiques restent également présents en Europe, comme l'atteste le récent creusement des différentiels de taux d'intérêt au sein de la zone euro. Par ailleurs, il existe toujours un risque que la normalisation des taux d'intérêt dans certaines économies, surtout si elle devait être rapide et s'assortir d'une appréciation du dollar des États-Unis, révèle les vulnérabilités et tensions financières suscitées par le niveau élevé des prises de risque et de l'endettement. Sous l'effet de la hausse des rendements des obligations américaines et de l'appréciation du dollar américain, des pressions sont déjà apparues sur les marchés de capitaux pour certaines économies émergentes, en particulier celles qui présentent des déséquilibres intérieurs et extérieurs significatifs et grandissants, ou une importante dette extérieure libellée en dollars des États-Unis.

Une normalisation progressive de la politique monétaire s'impose, mais à des degrés divers dans les économies avancées. Il est essentiel de continuer à communiquer clairement sur la trajectoire de normalisation pour minimiser les risques de perturbations sur les marchés de capitaux. En temps opportun, une mise en œuvre pro-active de règles prudentielles et de politiques de surveillance est également nécessaire pour limiter l'intensification des risques liés aux vulnérabilités financières.

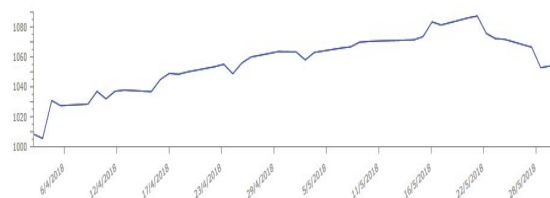
Étant donné le niveau élevé de la dette publique et des déficits dans de nombreux pays, et des marges d'action étroites dont disposeraient les autorités si d'importants risques de dégradation de l'activité venaient à se matérialiser, il conviendrait, à la faveur du regain de dynamisme de l'économie, de chercher à reconstituer des marges de manœuvre budgétaire. Les efforts de réformes structurelles devraient être relancés pour aider à soutenir la croissance et favoriser une plus large répartition de ses retombées. Le redressement en cours, qui se double d'une forte progression de l'emploi, offre un moment opportun pour relancer la dynamique des réformes structurelles. En effet, des conditions conjoncturelles favorables contribuent à maximiser les avantages des réformes, alors qu'effectués en période de crise, de tels efforts risqueraient d'accroître les coûts à court terme de leur mise en œuvre. Il est indispensable de préserver le système commercial international fondé sur des règles, d'éviter toute escalade des tensions commerciales et de renforcer la coopération multilatérale afin de couper court à l'assombrissement des perspectives de croissance à long terme que ne manquerait pas de provoquer une moindre ouverture des marchés.



## Europe

Au cours des soixante-dix dernières années, l'Italie a connu 62 gouvernements différents. Une simple division nous permet donc d'arriver à la conclusion que la durée de vie moyenne d'un gouvernement est à peine supérieure à un an. D'un point de vue cinématographique, la vie politique italienne est plus proche du film franco-belge L'exercice de l'Etat que du sublime chef d'œuvre des années 60, La dolce vita. Rationnellement, les marchés boursiers ont plié face à cet imbroglio politique entaché d'eurosepticisme. En outre et rappelons-le, l'Italie n'en n'est pas moins la 3<sup>ème</sup> puissance économique de la zone euro. Enfin, hors du champ de la politique, soulignons qu'en moyenne les bénéfices des sociétés issues de l'indice Euro Stoxx 50 sont ressortis 6% au-dessus du consensus au T1 2018.

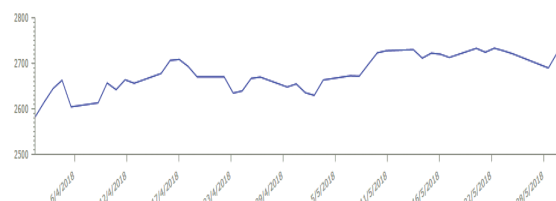
EURO STOXX 50



## États-Unis

Alors que la colère des dieux frappait des indices boursiers européens, c'est un calme olympien qui règne outre-Atlantique. Rois, les indices américains se sont même payé le luxe d'enregistrer une progression sur le mois de mai. Une fois n'est pas coutume, les leaders de marchés restent les géants du web, c'est-à-dire les GAFA (Google, Apple, Facebook et Amazon). Concernant la publication des résultats du T1, nous retiendrons qu'en moyenne les bénéfices des sociétés issues de l'indice S&P 500 sont ressortis 7% au-dessus des attentes.

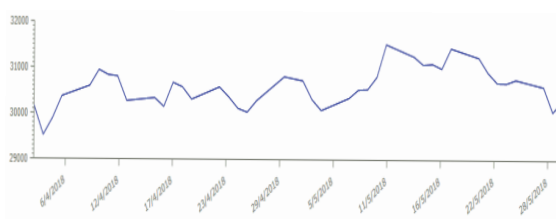
S&P 500



## Pays émergents

La Chine entre véritablement dans une nouvelle dimension. Dans le cadre de son processus d'internationalisation de ses marchés financiers, les actions chinoises cotées à Shanghai et Schenzhen (Chine continentale) ont fait leur entrée le 1er juin dans l'indice de référence des marchés émergents, l'indice MSCI Emerging Market. Contrairement à d'autres marchés boursiers dans les pays émergents, il existe de nombreuses sociétés chinoises dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard de dollars américain.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	14/06
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	0,50%	0,50%	15/06
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	15/06
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	70,0	70,0	18/06
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	0,20	22/06
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	98,5	25/06
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,90%	27/06
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,40%	28/06
EMU	Confiance économique	-	112,5	28/06
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	0,0	58,7	02/07
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	0,0	58,6	05/07
JAP	Produit Intérieur Brut	-0,4	-0,6%	13/08

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>2,86%</b>	-9 <sup>(1)</sup> ↓ +45 <sup>(2)</sup> ↑
<b>EUR</b>	
<b>0,34%</b>	-22 <sup>(1)</sup> ↓ -9 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Allemagne</b>	
<b>0,34%</b>	-22 <sup>(1)</sup> ↓ -9 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Autriche</b>	
<b>0,66%</b>	-9 <sup>(1)</sup> ↓ +8 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Belgique</b>	
<b>0,74%</b>	-8 <sup>(1)</sup> ↓ +11 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Espagne</b>	
<b>1,50%</b>	+22 <sup>(1)</sup> ↑ -6 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Finlande</b>	
<b>0,55%</b>	-12 <sup>(1)</sup> ↓ -5 <sup>(2)</sup> ↓
<b>France</b>	
<b>0,67%</b>	-12 <sup>(1)</sup> ↓ -12 <sup>(2)</sup> ↓
<b>Grèce</b>	
<b>4,59%</b>	+72 <sup>(1)</sup> ↑ +47 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Irlande</b>	
<b>0,96%</b>	-1 <sup>(1)</sup> ↓ +29 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Italie</b>	
<b>2,79%</b>	+101 <sup>(1)</sup> ↑ +78 <sup>(2)</sup> ↑
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,53%</b>	-17 <sup>(1)</sup> ↓ 0 <sup>(2)</sup> =
<b>Portugal</b>	
<b>1,98%</b>	+31 <sup>(1)</sup> ↑ +4 <sup>(2)</sup> ↑

(1) Différence sur un mois  
en points de base

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

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

Le mois de mai a été dominé par plusieurs semaines turbulentes. Des problèmes ont refait surface en Argentine et en Turquie et une crise politique a enflammé l'Italie. Enfin, le risque d'une escalade dans la guerre commerciale a de nouveau augmenté. Bien qu'ils suivent la situation de près, les dirigeants politiques ont indiqué dans un premier temps qu'ils avaient suffisamment confiance dans l'évolution de l'inflation et la croissance.

Dans la zone euro, le ralentissement de la croissance enregistré au premier trimestre s'est poursuivi au deuxième. Et l'indice des directeurs d'achat est en recul pour le quatrième mois successif. Ce recul se fait surtout sentir dans l'économie allemande. Les marchés avaient pourtant tablé sur une valeur à peu près stable. En résumé, ces chiffres incitent à la prudence concernant le possible raidissement de la politique monétaire. La hausse des taux d'inflation doit également être observée avec la réserve nécessaire. Après les taux d'inflation décevants d'avril, la BCE a vu l'inflation atteindre étonnamment 1,9% en mai, son plus haut niveau depuis avril 2017. L'inflation de base est également passée de 0,7 à 1,1%. Mais ces chiffres étaient essentiellement la conséquence de la hausse des cours du pétrole et de l'augmentation des frais de voyage. Certains s'attendent par conséquent à ce que la prochaine réunion de juin ne change rien, et qu'il faudra attendre au moins juillet pour obtenir des informations concrètes concernant le plan de sortie des stimuli financiers. Cela permettrait aux dirigeants politiques de se faire une meilleure idée de la solidité du regain inflationniste et de l'évolution de la crise italienne.

Aux États-Unis, les indicateurs économiques ont été nettement plus clairs. Les chiffres les plus récents indiquent ainsi que le chômage se

trouve à son plus bas niveau en 48 ans. À la surprise générale, le taux de chômage a reculé de 0,1 point de pourcentage à 3,8%. Le nombre d'emplois a également progressé plus rapidement que prévu en mai. Il en a résulté une accélération de la hausse des salaires. Le salaire horaire moyen a gagné 2,7% d'une année à l'autre. En outre, l'inflation de base et les anticipations inflationnistes se redressent. L'inflation américaine a ainsi été conforme aux objectifs de la Fed pour le deuxième mois d'affilée. Cela indique avant tout que la Fed pourra continuer à relever progressivement ses taux directeurs au cours des années à venir. On s'attend cependant à une accélération de la hausse de l'inflation au cours de la période à venir à la suite de l'augmentation des cours du pétrole, des tensions sur le marché du travail et des droits d'importation instaurés dans le cadre de la politique commerciale du président Trump. La dernière réunion de la Fed laisse présager qu'elle tolérera temporairement de tels dépassements des objectifs d'inflation. Comme le confirme le procès-verbal de cette réunion, on y a en effet évoqué un "objectif d'inflation symétrique" dans le cadre duquel l'inflation pourrait dépasser temporairement les 2%. Cela pourrait signifier que la Fed évitera de tirer trop brutalement le frein à main pour limiter le risque de contraction de l'activité. Le procès-verbal indique par ailleurs que pour une partie des banquiers, il est prématuré de conclure à une stabilisation de l'inflation autour de 2%. Cela aurait déclenché un débat sur le nombre de relèvements de taux qui auront lieu au cours des années à venir. Pourtant, la conclusion centrale était que si les perspectives économiques restent favorables, un relèvement des taux est probable à la réunion de juin. Un tel relèvement devrait porter le taux à 1,75%.

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Le bilan des marchés obligataires est mitigé en mai : les emprunts d'Etat ont bénéficié d'un mouvement de retour des investisseurs vers la qualité et ont fortement surperformé les obligations d'entreprise. Parmi les obligations d'entreprises américaines, les obligations "Investment Grade" ont réalisé une performance positive soutenue par la baisse des rendements sur les emprunts d'Etat alors que les obligations "high yield" ont réalisé une performance négative. Malgré des statistiques économiques américaines encourageantes, la hausse des prix du pétrole, l'imbroglio de la politique en Italie et de nouvelles craintes de guerre commerciale ont incité les investisseurs à privilégier les actifs obligataires les plus défensifs comme les emprunts publics américains et allemands. Les marchés mondiaux ont poussé un soupir de soulagement après la formation d'un gouvernement en Italie.

Le risque politique a dominé les marchés du crédit européen et a pesé sur le sentiment des investisseurs. La saga politique italienne a impacté les marchés lorsque à la mi-mai les partis de la coalition ont échoué à former un gouvernement. Cela a entraîné une forte hausse des spreads sur les emprunts souverains italiens. Celle-ci a été exacerbée par les problèmes politiques en Espagne, où le premier ministre Rajoy a reçu une motion de défiance. Les spreads sur le segment du "high yield" et sur le segment des obligations "Investment Grade" notées BBB ont fortement augmenté. Les titres d'entreprises avec une échéance longue ont plus souffert que ceux avec une échéance plus courte. Au niveau sectoriel, les emprunts des banques ont particulièrement été touchés par les craintes de contagion d'une forte déstabilisation politique en Italie.

Au cours du mois écoulé, les anticipations de marché sont inchangées concernant le niveau futur des taux directeurs de la BCE. Suite aux tensions politiques en Italie, la courbe des rendements obligataires des taux souverains des pays "core" de la zone euro – dont la Belgique – a évolué vers le bas. Les investisseurs particuliers sont restés à l'écart du dernier bon Etat. En effet, le montant des souscriptions au bon d'Etat à 10 ans émis en juin et assorti d'un coupon de 0,75% a été de seulement 2,7 millions d'euros.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Mai 2018	total 2018
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	1,6%	1,4%
Etats-Unis (\$)	1,0%	-1,2%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	-0,3%	-0,6%
Etats-Unis (\$)	0,5%	-2,6%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	-1,2%	-1,1%
Etats-Unis (\$)	0,2%	-0,1%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/05/18	Variation depuis 31/12/17
<b>Investment Grade</b>	1,26%	23
AAA	1,11%	10
AA	0,68%	4
A	1,06%	16
BBB	1,53%	32
<b>High Yield</b>	3,73%	73

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/05/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,32%	1
OLO 2 ans	-0,50%	0
OLO 5 ans	0,02%	16
OLO 7 ans	0,32%	10
OLO 10 ans	0,74%	11
OLO 30 ans	1,62%	-7

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Innogy	1,625%	30.05.2026	101,00%	1,48%	I	XS1829217345	1.000
GBP	Nordic Investment	1,125%	15.12.2022	99,20%	1,31%	I+++	XS1834902063	1.000
SEK	EIB	1,375%	12.05.2028	100,20%	1,35%	I+++	XS1751359016	10.000
TRY	IBRD	10,000%	16.03.2020	89,20%	16,84%	I+++	XS1576699075	1.000
USD	Kraft Heinz Foods	3,375%	15.06.2021	100,00%	3,37%	I+	US50077LAR78	1.000
USD	Vodafone	5,250%	30.05.2048	99,90%	5,25%	I	US92857WBM10	1.000

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



## USD/EUR (USA)

**0,86** +3,7%<sup>(1)</sup>   
+2,9%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

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

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

**0,79** +4,1%<sup>(1)</sup>   
+6,6%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10** +1,5%<sup>(1)</sup>   
+3,2%<sup>(2)</sup>

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

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

## CHF/EUR (Suisse)

**0,87** +4,2%<sup>(1)</sup>   
+1,8%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,65** +3,9%<sup>(1)</sup>   
-0,4%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,66** +2,6%<sup>(1)</sup>   
-0,2%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,87** -1,0%<sup>(1)</sup>   
-1,3%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,23** -1,7%<sup>(1)</sup>   
-3,1%<sup>(2)</sup>

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

**0,31** -1,9%<sup>(1)</sup>   
-2,8%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

**0,10** +2,9%<sup>(1)</sup>   
-4,6%<sup>(2)</sup>

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

## USD/EUR

L'arrivée en Italie d'un gouvernement antisystème a entraîné une brutale chute de l'euro sur le mois de mai : passant de 1,21 USD à moins de 1,16 USD. Toutefois, après avoir touché les 1,15 USD, la devise européenne se reprend.



## GBP/EUR

Contrairement à l'USD/EUR, l'évolution de la paire GBP/EUR a été d'un calme olympien le mois de mai.



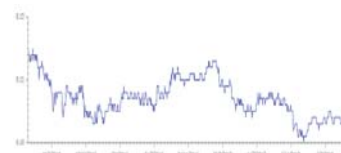
## TRY/EUR

Récemment, Erdogan a demandé à tous les Turcs de convertir leurs dollars et euros en livres turques. C'est un acte désespéré. Beaucoup d'investisseurs ont perdu confiance, tant au niveau économique de d'un point de vue monétaire. Dernièrement, l'inflation est ressortie à plus de 10%.



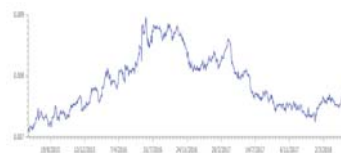
## NOK/EUR

La banque centrale de Norvège avait récemment indiqué que "les perspectives de l'économie norvégienne suggère qu'il sera bientôt approprié de relever le taux directeur".



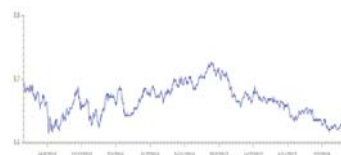
## JPY/EUR

Avec l'imbroglio politique en Italie, le JPY a servi de valeur refuge sur le mois de mai.



## AUD/EUR

A l'instar du dollar américain, l'AUD s'est aussi apprécié par rapport à l'EUR.





## Performance boursière

Le taux à 10 ans a reculé de 7 points de base à 0,74% en mai. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) est resté inchangé à 1,37%. La courbe des taux s'est donc légèrement raidie.

En moyenne, les cours des SIR ont gagné 0,9% en mai. Les plus fortes baisses ont concerné Intervest Offices & Warehouses (-5,3%) et Warehouses Estates Belgium (-5,7%). Les plus fortes progressions sont à mettre au crédit d'Aedifica (+7,8%), de Retail Estates (+6,7%) et de WDP (+4,3%).

## Information financière

Intervest Offices & Warehouses a signé un contrat d'achat sous seing privé pour la zone B de l'ancien site Ford à Genk en vue de son redéveloppement en un projet logistique d'env. 250.000 m<sup>2</sup>. Le premier bâtiment devrait être opérationnel en 2020. L'investissement total est évalué à 120 – 150 millions EUR. Pour ce projet, INTO collaborera avec le Groupe Machiels via la joint-venture Genk Green Logistics sous la structure d'une société immobilière réglementée institutionnelle (SIRI) dont les statuts sont en grande partie similaires à ceux d'une SIR publique.

Les actionnaires de WDP ont choisi à 67,8% d'échanger leur droit au dividende contre de nouvelles actions au lieu du versement du dividende en cash. Il en a résulté une augmentation de capital d'env. 47 millions EUR.

Retail Estates a vu ses revenus locatifs augmenter de 17,9% à 77,8 millions EUR durant l'exercice 2017/2018, clôturé le 31 mars 2018. Cette croissance a été presque entièrement portée par des acquisitions. Le taux d'occupation s'élevait à 98,11%. Le résultat EPRA (nouvelle nomination du résultat net courant) a progressé de 22,5% à 47,9 millions EUR, soit un bénéfice par action EPRA de 5,13 EUR. La valeur du portefeuille d'investissement a gagné 26,0% à 1,35 milliard EUR. La VNI EPRA s'élevait à 61,33 EUR par action. Retail Estates versera un

dividende brut de 3,60 EUR par action, ex-coupon le 27 juillet 2018 et payable le 31 juillet 2018.

Xavier Denis, Chief Operating Officer, a quitté Cofinimmo le 21 mai 2018. Cela signifie que les trois membres les plus importants du comité de direction ont quitté l'entreprise en moins de six mois. La fonction de COO sera temporairement exercée par le nouveau CEO, Jean-Pierre Hanin.

XIOR procède à une augmentation de capital de 134 millions EUR via l'émission de 4.332.938 actions nouvelles. Deux actions anciennes permettront de souscrire à une action nouvelle à 31 EUR par action nouvelle. Les fonds levés seront affectés au redéveloppement du Bonnefanten College à Maastricht (34 millions EUR – rendement initial de 6,25%), qui sera transformé en un complexe de 257 chambres d'étudiant indépendantes, et à deux projets de redéveloppement à Amsterdam et Utrecht (93 millions EUR) qui seront pourvus de 545 unités indépendantes.

Aedifica a désigné Madame Ingrid Daerden comme nouveau Chief Financial Officer. Elle fera ses débuts au plus tard le 1er septembre.

Aedifica prépare l'apport de ses immeubles d'appartements dans une SIR institutionnelle, puis l'ouverture du capital à un partenaire stratégique via la vente de maximum 75% du capital. Un accord de principe a été conclu à cette fin avec un partenaire stratégique. L'objectif est ainsi d'affecter les ressources libérées par les immeubles d'appartements à la poursuite du développement comme "pure play" sur l'immobilier de santé.

À partir du 1<sup>er</sup> juin 2018, Michel van Geyte sera le seul CEO de Leasinvest. Jean-Louis Appelmans, l'ancien CEO, prendra sa retraite.

Warehouses Estates Belgium a vendu un bâtiment semi-industriel de 8.000 m<sup>2</sup> à Eupen pour 2,4 millions EUR avec une plus-value modeste de 0,2 million EUR. WEB a également acheté un parc retail de 7.000 m<sup>2</sup> à Perulwez pour env. 11 millions EUR avec un rendement initial d'env. 6,5%.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		30/04/18	31/12/17	31/05/17		
Aedifica	79,50	7,8%	3,0%	9,5%	25,0	3,1%
Care Property Invest	18,80	0,4%	1,4%	-0,1%	21,6	3,9%
XIOR	34,13	-1,4%	-6,9%	7,0%	24,4	3,4%
Home Invest Belgium	87,00	1,6%	-0,9%	-4,6%	26,3	5,4%
QRF	20,30	-2,8%	-11,5%	-13,6%	13,2	6,7%
Retail Estates	77,90	6,7%	6,8%	2,8%	13,5	5,1%
Vastned Retail Belgium	54,20	0,8%	27,2%	25,9%	22,1	4,5%
Ascencio	51,80	2,4%	-2,2%	-7,1%	12,1	6,7%
Wereldhave Belgium	95,00	-1,7%	3,9%	-0,8%	16,4	5,5%
Warehouses Estates Belgium	51,00	-3,8%	-10,1%	-10,7%	12,5	7,1%
Leasinvest Real Estate	97,20	2,5%	4,4%	-0,1%	15,4	5,2%
Befimmo	52,60	0,9%	1,3%	8,5%	14,5	6,5%
Cofinimmo	106,30	1,4%	1,7%	3,6%	15,8	5,2%
Montea	44,80	0,9%	5,8%	-2,7%	16,4	5,1%
WDP	105,20	4,3%	19,0%	22,5%	17,7	4,5%
Intervest Offices & Warehouses	22,20	-5,3%	0,2%	1,6%	12,9	6,7%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ BEKAERT (ISIN BE0974258874 - 33,52 EUR)

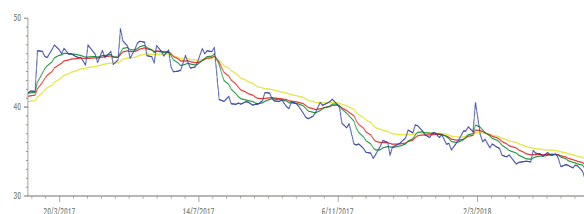
### ■ Profil

Bekaert est leader technologique mondial dans ses deux compétences de base : la transformation avancée des métaux ainsi que les matériaux et les revêtements avancés, et leader de marché des produits tréfilés et de leurs applications.

La répartition géographique du CA consolidé est la suivante : Belgique (8,7%), Chine (20,9%), Etats-Unis (14,8%), Chili (8,6%), Slovaquie (8%) et autres (39%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 10,30x  
Cours/Actif Net : 1,20x  
Rendement : 3,59%



### ■ Notre opinion

Bekaert est un acteur mondial dans les technologies de transformation et de revêtement des fils d'acier. Bekaert fabrique des fils d'acier de différentes résistances et diamètres, y compris des fibres ultra-fines de 1 micron. 30% de tous les pneus de voiture dans le monde sont renforcés avec du fil d'acier Bekaert, 500 millions de bouteilles de champagne sont dotées d'un fil métallique Bekaert et 3,5 millions de kilomètres de fil de reliure sont produits chaque année. Les applications sont presque infinies.

Le groupe compte environ 30.000 employés et réalise un chiffre d'affaires annuel de près de 4 milliards d'euros.

Bekaert dispose de cinq stratégies de base, qui constituent la base des priorités et du processus décisionnel de Bekaert en matière de création de valeur et de croissance :

1. Amener le client au cœur de l'entreprise.
2. Croissance tirée par la valeur.
3. Leadership technologique.
4. Utilisez les économies d'échelle, réduire la complexité et les coûts.
5. Recruter et responsabiliser les employés.

Bekaert applique trois objectifs en ce qui concerne sa structure financière:

1. Net debt / EBITDA < 2
2. Net debt / Equity < 50% (= gearing)
3. Equity / Total Assets > 40% (= autonomie financière)

Au 31 décembre 2017, Bekaert avait une dette financière nette de 1,15 milliard d'euros et des fonds propres de 1,58 milliard d'euros. En conséquence, les ratios susmentionnés sont respectivement de 2,3x, 72,7% et 35,6%.

Bekaert a réalisé une percée dans le développement du fil de sciage abrasif fixe, où il avait un retard technologique. Des clients importants ont effectué des tests et des capacités de production sont en cours de construction pour apporter une contribution positive à partir de la seconde moitié de l'année 2018.

Comme prévu, les résultats du premier trimestre ont été plutôt faibles et une reprise n'est attendue qu'au second semestre 2018. Compte tenu de la baisse du titre et de la valorisation relativement faible (objectif de consensus moyen à 42,6 EUR), nous sommes à "l'Achat", avec un objectif de cours à 42,5 EUR. Puisque Bekaert est une action très cyclique, nous considérons que le risque est élevé.

Name	Close	FY18E PER	FY19E PER	P/B	FY18E Yld	FY19E Yld
EURAZEO	68,55	7,6	7,2	1,10	1,9%	2,0%
HUHTAMAKI	35,06	17,6	15,6	3,12	2,4%	2,8%
KONINKLIJKE PHILIPS	35,32	22,2	18,8	2,60	2,3%	2,4%
SIEMENS	116,18	15,7	14,3	2,26	3,3%	3,4%
SMURFIT KAPPA GROUP	35,50	14,8	14,2	3,35	2,6%	2,8%
THYSSENKRUPP	21,75	15,3	11,9	4,75	1,1%	1,5%
<b>BEKAERT</b>	<b>33,52</b>	<b>10,7</b>	<b>9,3</b>	<b>1,27</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>
FLORIDIENNE	216,00	20,0	18,7			
RESILUX	140,60	13,0	13,0	2,34		
Average		15,2	13,7	2,60	2,5%	2,7%

### ■ Derniers résultats

Le chiffre d'affaires de Bekaert a augmenté de 10,3% en 2017 (+7,5% en organique) à 4.098 millions d'euros. Les volumes ont augmenté de 3,4%, les prix de vente de 5,5% et l'effet net des fusions, acquisitions et cessions de 2,2%. Les taux de change ont eu un effet négatif de 0,9% sur la croissance des revenus. Au premier trimestre 2018, Bekaert a enregistré une baisse de son chiffre d'affaires de 0,9%. La croissance organique des ventes a été presque entièrement balayée par des effets de change négatifs.

L'EBITDA a légèrement diminué (-3,1%) en 2017, reflétant principalement une pression sur la marge d'EBITDA (12,1%). Le bénéfice net a augmenté de 75,7% à 185 millions d'euros, y compris une plus-value réalisée de 25,8 millions d'euros sur la vente des actions de l'usine de Sumaré au Brésil.

### ■ Perspectives

Les éléments qui ont eu un impact négatif sur le résultat 2017 restent applicables au S1 2018 : un climat des affaires difficile en Amérique latine, le désinvestissement de Sumaré, la forte volatilité des prix du fil d'acier, la faible demande de fil de sciage et la lente reprise de BBRG. Cependant, Bekaert s'attend à une amélioration, tirée par un meilleur pouvoir de fixation des prix, le lancement de la nouvelle génération de fil de sciage, la poursuite de la restructuration de BBRG et de petits investissements supplémentaires.



# Analyse fondamentale

Arnaud Delaunay  
Analyste Financier



## ■ SOCIÉTÉ BIC (ISIN FR0000120966 - 85,25 EUR)

### ■ Profil

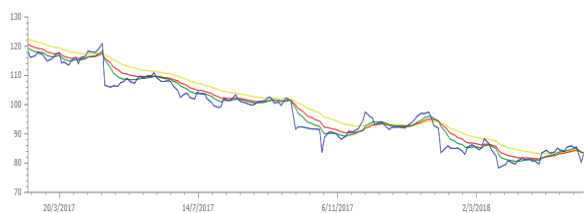
Bic figure parmi les 1ers fabricants mondiaux d'articles de papeterie, de briquets et de rasoirs. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- articles de papeterie (39,2%) : stylos à bille, crayons, porte-mines, feutres, stylos correcteurs, gommes, marqueurs permanents, colles, blocs-notes adhésifs, etc. ;
- briquets non rechargeables (34,9%) ;
- rasoirs (22,5%) ;
- autres (3,5%) : notamment articles de sport (planches à voile, surfs, etc.), piles, aimants, collants, etc.

La répartition géographique du CA est la suivante : France (8,7%), Europe (19%), Amérique du Nord (38,8%) et autres (33,5%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,5x
Cours/Actif Net :	2,17x
Rendement :	3,99%



### ■ Notre opinion

#### Faiblesse structurelle ou conjoncturelle ?

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2018 s'est élevé à 415,4 millions d'euros, en baisse de 12,2% en publié et de 1,5% sur base comparable. L'impact défavorable de la variation des devises (-9,2%) s'explique principalement par la dépréciation du dollar américain (-5%) et du réal brésilien (-1,3%) par rapport à l'euro. Sur base comparable, le chiffre d'affaires en Europe a reculé de 0,4%, celui de l'Amérique du Nord de 0,1%, et celui des marchés en croissance de 3,8%.

En 2018, le Groupe prévoit une progression du chiffre d'affaires comprise entre +1% et +3% sur base comparable, avec les 3 activités contribuant à la croissance. La marge d'exploitation normalisée est attendue entre 17 et 18% (17,1% au T1 2017 et 16,7% au T1 2018). Les principaux facteurs qui pourraient affecter la performance des ventes restent les mêmes : poursuite de la pression concurrentielle sur l'activité rasoir, nouvelles réductions de stocks chez les distributeurs et poursuite de la faiblesse de l'économie brésilienne.

#### Analyse : Rasoirs et structure financière

Depuis début 2017, la division Rasoirs souffre. Cette faiblesse est principalement attribuable à l'Amérique du Nord qui

connaît depuis deux ans l'arrivée des "shave clubs", c'est-à-dire des "systèmes d'abonnement sur Internet qui permettent de recevoir des lames directement chez soi tous les mois pour son rasoir rechargeable" (source Les Echos 04/08/2017). Ce bouleversement est déflationniste, d'où le recul des revenus. Conscient de ce phénomène, le Groupe a donc riposté en se lançant sur la vente en ligne de rasoirs.

Hors activité Papeterie, les deux autres activités sont sous pression, tant sur le plan des revenus que de la rentabilité, reflétant de plus en plus des tendances qui semblent structurelles.

La structure financière reste très solide : les capitaux propres représentent 70% du bilan (un niveau stable depuis plus de 15 ans) et la dette à long terme est inexistante (Total debt/Equity : 0,30% et Net debt/Equity : -12%). Cette gestion rigoureuse des finances n'est pas anodine et trouve certainement son explication dans la structure actionariale (le capital est verrouillé par la famille fondatrice Bich : 44% du capital). Sur base de ces éléments, la note de crédit du Groupe est placée en Investment Grade (source Bloomberg).

#### Valorisation/recommandation

Sur base des multiples de valorisation en historique sur 5 ans (P/E, P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) la valeur implicite du cours se situe à 104,70 EUR. La majorité des pairs du secteur sont basés au Japon, nous ne retiendrons donc pas les modèles basés sur les comparables. Sur base du modèle d'actualisation des dividendes (DDM) et des données du consensus, l'objectif de cours théorique pointe à 80 EUR. Depuis la dernière publication des résultats, l'objectif du consensus pointe à 88 EUR (avec un maximum à 99 EUR et un minimum à 75 EUR).

En synthèse donc, le 1er modèle de valorisation table sur une faiblesse conjoncturelle du cours de bourse, le 2ème modèle (DDM) table sur une faiblesse structurelle, quant au consensus, il ne prend pas de risque en restant neutre.

In fine, l'objectif de cours moyen des trois hypothèses de valorisation ci-dessus pointe à 91 EUR, soit un potentiel de 6,75% (sur base du cours de clôture du 23/05/2018).

### ■ Analyse technique

Techniquement parlant, le titre BIC s'inscrit dans une tendance franchement baissière. En conséquence, les investisseurs se heurtent dangereusement à l'orientation principale. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très baissière plaide souvent pour de plus amples sous-performances.

Prochaine résistance technique à 82,74 EUR, laissant 4,14% de potentiel. Au-delà, le titre serait confronté à plus forte résistance dans la zone des 86,85 EUR. Support technique à 78,95 EUR. Plus loin, un support majeur est attendu vers 76,05 EUR.



## ■ BPOST (ISIN BE0974268972 - 16,55 EUR)

### ■ Profil

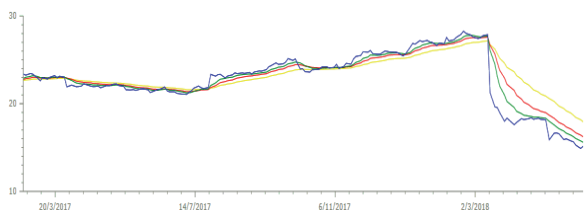
bpost est le 1<sup>er</sup> prestataire de services postaux belge. Le groupe propose des prestations de collecte, de tri, d'acheminement et de livraison de lettres et de paquets. Le CA par activité se répartit comme suit :

- collecte et livraison de courrier (65%) : lettres, cartes postales, annonces et documents publicitaires, journaux, etc. ;
- distribution de colis (15,7%). En outre, le groupe propose des prestations de services logistiques et de transport express ;
- vente de produits et de services financiers (7,9%) : comptes d'épargne, assurance, crédits, etc. ;
- autres (11,4%) : vente de produits postaux (notamment timbre-poste), prestations de services de gestion de documents, etc.

85,5% du CA est réalisé en Belgique.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	10,48x
Cours/Actif Net :	3,9x
Rendement :	7,90%



### ■ Notre opinion

#### Un trimestre décevant mais maintien du dividende

##### Actualité : synthèse du T1 2018

Sur le premier trimestre 2018, les revenus ont progressé de 27% (à 916 millions d'euros), en ligne par rapport au consensus. A l'exclusion de l'impact Radial (193,4 millions d'euros), les revenus restent stables.

La tendance sous-jacente du volume de l'activité "Domestic Mail" (37% des revenus au T1) affiche un recul de 6,6% (-5,8% pour l'année 2017, -4,7% sur le T1 2017 et attendu à -7% sur 2018) en raison d'un faible trimestre en "Advertising Mail" et de la partie "Transactional Mail". Cette dernière activité a de nouveau été mise sous pression par la substitution électronique et la rationalisation (notamment dans le secteur financier).

A l'inverse, les performances opérationnelles sont remarquables pour l'activité "Domestic Parcels", avec un volume en hausse de plus de 28%, grâce essentiellement à l'essor de l'e-commerce.

Les revenus de Radial (+7,5%) sont ressortis légèrement plus faibles que par rapport à l'année dernière et l'EBITDA était légèrement au-dessus des attentes.

Perspectives 2018 : EBITDA normalisé au plus bas de la fourchette (soit 560 millions d'euros) du fait principalement de la baisse du volume, un dividende d'au moins 1,31 EUR et des Capex bruts autour de 140 millions d'euros en raison des investissements pour le programme "Visions 2020" et le développement des nouvelles filiales (dont Radial).

#### Analyse : soutenabilité du dividende ?

Les perspectives du Groupe ont de nouveau été réduites. La direction s'attend désormais à ce que l'EBITDA se situe dans la partie inférieure de la fourchette des 560/600 millions d'euros, soit 3-4% en-dessous du précédent consensus (580 millions d'euros). Malgré cette révision, le Groupe s'est engagé à maintenir un dividende de 1,31 EUR/action (soit 8% de rendement brut sur base d'un cours à 16,55 EUR). Ainsi, sur base d'un bénéfice par action de 1,58 EUR attendu fin 2018 (source Bloomberg), le taux de distribution s'élève à 83%. Or, sur base des free cash-flow de 269 millions d'euros estimé fin 2018 (source Bloomberg) le payout ressort à 97%, ce qui laisse très peu de place à d'autres « surprises ».

#### Valorisation/recommandation

En l'espace de 2 mois, l'objectif de cours moyen du consensus est passé de 28 EUR à 22 EUR, soit encore un potentiel de plus de 30%. A l'heure actuelle, la dispersion des estimations est très importante : d'un minimum à 14 EUR à un maximum de 26,50 EUR. Cette forte dispersion n'est rien d'autre que le reflet des nombreuses interrogations (accélération de l'utilisation du courrier électronique versus courrier traditionnel, concurrence sur la livraison des colis, risques opérationnels concernant les dernières acquisitions).

Après la forte baisse du titre suite aux publications du T4 2017 et au T1 2018, les multiples de valorisation se situent nettement en-dessous des moyennes historiques. Le titre offre un rendement brut de 8% (sur base du cours du 11/05/2018) contre 6% en moyenne dans le secteur.

Sur base des perspectives du Groupe, des derniers résultats publiés au T1 2018 ainsi que les multiples de valorisation des pairs du secteur, notre objectif de cours pointe vers les 20 EUR.

### ■ Analyse Technique

Techniquement parlant, le titre Bpost s'inscrit dans une tendance franchement baissière. En conséquence, les investisseurs se heurtent dangereusement à l'orientation principale. Sauf nouvelles de marché imprévues, cette atmosphère très baissière plaide souvent pour de plus amples sous-performances.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ DÜRR (ISIN DE0005565204 - 87,12 EUR)

### ■ Profil

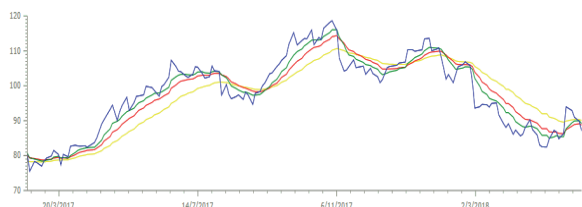
Dürr est spécialisé dans la conception et la construction d'ateliers de peinture clés en main destinés au secteur automobile. En outre, le groupe fabrique et commercialise des systèmes de mesure, de filtration et de nettoyage industriel. Le CA par activité se répartit comme suit :

- conception et construction de cabines de peinture (60,9%). Dürr produit parallèlement des systèmes d'assemblage, de pulvérisation de peinture et de purification de l'air ;
- fabrication de systèmes de mesure (39,1%) : destinés à l'assemblage de véhicules. En outre, le groupe fabrique et vend des systèmes de filtration et de nettoyage industriel destinés aux secteurs de l'automobile, de l'aéronautique, de l'électricité, de l'électronique et de la mécanique.

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (15,2%), Europe (28,3%), Asie-Afrique-Australie (32,7%) et Amériques (23,8%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,4x  
Cours/Actif Net : 2,9x  
Rendement : 2,50%



### ■ Notre opinion

#### Bon marché et en croissance

#### Profil

Dürr a été fondée en 1895 en tant que magasin de métal pour les solins de toiture, puis s'est développé au fil des années en un acteur mondial spécialisé dans les domaines de l'automatisation des machines et des installations.

Dürr dispose de 5 divisions : Systèmes de peinture et d'assemblage final (32% des revenus), Technologie d'application (16%), Systèmes de technologies propres (5%), Systèmes de mesure et procédés (14%) et enfin Machines et systèmes pour le bois (32%). Dürr compte trois marques : Dürr Systems AG, Carl Schenck AG et HOMAG Group AG dont Dürr détient 63,9%.

Le Groupe est présent dans 31 pays avec un effectif de près de 15.000 salariés. En 2017, un chiffre d'affaires de 3,7 milliards d'euros a été généré, dont 55% dans l'industrie automobile et le solde dans l'industrie générale.

### Stratégie : "Dürr 2020"

La stratégie "Dürr 2020", qui sert de guide pour le développement du Groupe, a trois objectifs :

1. Le chiffre d'affaires doit atteindre 5 milliards d'euros d'ici 2020 grâce à une croissance organique et à de nouvelles acquisitions;
2. La marge EBIT devrait être élargie à 8-10% d'ici 2020;
3. Le ROCE (rentabilité des capitaux employés) doit rester en permanence supérieur à 30%.

Comme ce fut le cas pour HOMAG en 2014, Dürr souhaite se développer dans de nouveaux domaines d'activité qui pourraient générer un chiffre d'affaires supplémentaire pouvant aller jusqu'à 1,5 milliard d'euros. Le Groupe vise toujours à être le leadership à l'ère numérique. Grâce à l'innovation, à l'efficacité et à de solides positions locales sur les principaux marchés, le Groupe souhaite également se prémunir contre les baisses temporaires de la demande dans certaines régions avec la croissance plus forte dans les autres régions.

### Structure financière

Au 31 décembre 2017, Dürr avait une dette en cours de 613,2 millions d'euros, dont 97% d'obligations. Les dettes bancaires (1,9 million d'euros) sont pratiquement inexistantes. En 2018, seulement 3,4 millions d'euros doivent être refinancés. Le ratio d'endettement net s'établit à 191,5 millions d'euros, portant le taux d'endettement à 26,9%. Dürr n'a pas de notation de crédit sur sa dette en cours.

### Recommandation

Le ratio cours/bénéfice pour 2018e et 2019e est relativement faible par rapport à ses pairs, tandis que le ratio cours/valeur comptable et le rendement du dividende sont en ligne avec la moyenne du secteur. Bientôt Dürr divisera ses actions (2 nouvelles actions pour 1 ancienne action) pour augmenter la liquidité du titre.

Name	Close	FY18E PER	FY19E PER	P/B	FY18E Yld	FY19E Yld
ALSTOM	40,00	19,9	18,0	2,24	1,3%	1,5%
VALLOUREC SA	5,40	Loss	Loss	1,13	0,0%	0,0%
KION GROUP	70,00	16,7	15,0	2,74	1,7%	2,0%
AALBERTS INDUSTRIES	42,24	18,5	17,0	3,13	1,6%	1,8%
CNH INDUSTRIAL	10,11	17,1	14,1	2,40	2,1%	2,6%
GEA GROUP	31,55	17,4	15,2	2,32	2,6%	3,0%
ANDRITZ	42,70	14,8	13,7	3,81	3,8%	4,0%
<b>DUERR</b>	<b>87,12</b>	<b>15,5</b>	<b>13,8</b>	<b>3,31</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>
METSO	29,65	20,5	17,5	3,61	3,7%	3,8%
MAN	93,10	36,7	25,7	2,27	3,3%	3,3%
WARTSILA OYJ	18,69	21,0	18,6	5,16	2,6%	2,8%
KONE OYJ	42,41	23,3	21,4	9,32	4,0%	4,2%
SPIE SA	16,70	11,0	10,1	1,79	3,6%	3,9%
<b>Average</b>		<b>19,4</b>	<b>16,7</b>	<b>3,32</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,7%</b>

Le rendement du dividende est modeste (mais en ligne avec le secteur), mais Dürr a augmenté son dividende sur les 8 dernières années. Cela permet au titre d'être classé dans la catégorie des "aristocrates du dividende".



## ■ Environnement

En mai, les marchés d'actions européens ont connu deux phases d'évolution très contrastées : une progression marquée durant les premières semaines du mois dans la continuité du rebond du mois d'avril, puis une correction significative et un regain de volatilité au cours de la dernière semaine de mai durant laquelle les marchés ont reperdu m'intégralité des gains enregistrés sur le début du mois.

La situation politique en Italie – qui avait jusque-là très peu affecté les marchés – est à l'origine de ce revirement brutal. Le pays a en effet replongé dans une profonde incertitude politique suite au refus de Sergio Mattarella d'accepter la nomination du ministre de l'économie, Paolo Savona, jugé trop anti-euro, proposé par la Ligue du Nord et le Mouvement des 5 étoiles, suite à leur victoire lors des élections législatives du 4 mars dernier. Le 31 mai, la proposition de Giuseppe Tria, un professeur d'économie politique favorable au maintien de l'Italie dans la zone euro, à la place de Savona à la tête du ministère de l'Économie et des Finances, a finalement permis la formation d'un gouvernement dirigé par Giuseppe Conte.

En Espagne, la condamnation du Parti Populaire dans le procès Gürtel pour des manipulations de marchés publics et l'existence d'une caisse noire au sein du parti a permis au socialiste Pedro Sanchez de faire passer une motion de censure renversant Mariano Rajoy et de prendre sa place. Néanmoins des incertitudes quant à l'avenir du pays ont vu le jour, le chef de file du PSOE ne comptant que 84 députés sur 350 au Parlement et n'ayant que peu d'intérêts communs avec les formations dont il a obtenu le soutien pour la motion de censure. Les partis populistes anti-européens demeurant minoritaire en Espagne, les incertitudes politiques du pays n'affectent pas autant les marchés que celles de l'Italie.

Quelques données macroéconomiques décevantes ont également été publiées au cours du mois. Le PMI composite de la zone euro a enregistré une nouvelle baisse en mai (après une stabilisation en avril) à 54,1, soit son plus bas niveau depuis janvier 2017. Si le niveau de l'indicateur demeure élevé, significativement supérieur à 50 et en ligne avec une croissance économique supérieure à 2%, la tendance baissière a renforcé les inquiétudes des investisseurs.

Enfin, le climat géographique international tendu a gardé les marchés sous pression au cours du mois avec l'annonce par Trump, de la sortie des États-Unis de l'accord iranien sur le nucléaire (et le rétablissement des sanctions vis-à-vis de partenaires commerciaux de l'Iran) et de la fin de période d'exemption temporaire accordée à l'Union européenne, au Mexique et au Canada concernant les taxes de 25% sur

l'acier et de 10% sur l'aluminium appliquées sur les exportations à destination des États-Unis.

En revanche, les résultats des entreprises se sont révélés globalement solides pour le premier trimestre 2018 et avaient soutenu le rebond des marchés lors des premières semaines du mois. Ainsi, 58% des sociétés européennes ont publié des bénéfices par actions supérieures aux attentes (croissance moyenne de 10%) et 47% des ventes supérieures aux attentes (croissance moyenne de 7%) malgré un effet négatif des changes sur la période. La baisse de l'euro de 3% par rapport au dollar en mai (qui fait suite à celle de 2% enregistrée en avril) se révèle de bon augure pour la prochaine saison des résultats des entreprises européennes.

## ■ Transactions

Pour les portefeuilles avec actions, nous considérons que la situation actuelle comporte trop d'incertitudes que pour modifier significativement notre allocation d'actifs. Les fondamentaux justifient de maintenir une surpondération en actions et de rester très diversifié dans les portefeuilles. Nous n'envisageons pas de réduire notre surpondération en actions car elle est constituée principalement d'actions de la zone euro qui ont particulièrement souffert ces derniers mois. Les baisses ont été plus sensibles pour certaines valeurs individuelles. Les raisons sont un manque d'engouement – que l'on considère passer - des investisseurs par rapport aux valeurs défensives et des déceptions au niveau des perspectives de résultats. Nous attendons des nouvelles fondamentales rassurantes pour racheter à très bon compte ces valeurs (BIC, Bpost, Ontex, Sanofi, SPIE...).

Au cours du mois écoulé, nous avons procédé à la vente de l'action BWM et à l'acquisition de l'action ProSiebenSat.1. Les incertitudes quant à l'évolution de la taxation des importations automobiles par les États-Unis nous ont incités à prendre notre bénéfice sur BMW. De plus, le groupe BMW a annoncé lors de ses résultats trimestriels que 2018 devrait être difficile étant donné le niveau élevé d'investissement nécessaire pour les nouvelles technologies (voitures électriques), l'intensification de la concurrence, la hausse des prix des matières premières et la volatilité des taux de changes. ProSiebenSat.1 est une société allemande active dans le secteur des médias avec des positions fortes en Allemagne. Le groupe a 3 activités : la télévision gratuite financée par des publicités, la production de contenus audiovisuels et la vente sous-forme de e-commerce. Cette société se traite à des multiples de valorisations attractifs (11,3x les bénéfices estimés de 2018, un rendement sur dividende de 7,0%) pour une activité qui offre de belles perspectives de croissance.

Pour les portefeuilles obligataires, nous avons eu la mauvaise surprise de subir le remboursement anticipé de l'obligation libellée en euros émise par l'opérateur de télécommunications américains AT&T assortie d'un coupon de 2,35% et d'échéance 2029. AT&T a procédé au remboursement anticipé de cette obligation car une clause dans le prospectus l'autorisait à procéder de la sorte au cas où la méga-fusion de 85 milliards de dollars américains avec Time Warner n'était pas complétée à la fin du mois d'avril 2018.

Pour les portefeuilles obligataires qui se sont retrouvés avec un niveau de liquidités élevé, nous avons souscrit à une émission obligataire peu risquée mais aussi peu rémunératrice. Il s'agit d'une obligation libellée en euros émise par l'opérateur de télécommunications Deutsche Telekom, d'excellente qualité de crédit avec une échéance de 4 ans et un coupon de 0,875%.

Pour le profil de risque Baryton-Bass, nous avons augmenté la diversification en allouant 2% du portefeuille à une obligation libellée en couronne suédoise. Il s'agit d'une obligation émise par la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (IBRD), avec la meilleure qualité de rating, d'échéance 2023 et assortie d'un coupon de 0,5%. Suite à un problème de dénomination de la coupure rencontré lors de la liquidation de la transaction, l'achat de l'obligation libellée en SEK émise par Klovern avec une échéance 2021 a dû être annulé.

Actuellement, les rendements offerts par les placements en couronnes suédoises sont comparables aux rendements offerts par les placements en euros. De fait, nous avons considéré comme une opportunité tactique de pouvoir acquérir des couronnes suédoises au cours de change actuel. Celui-ci offre un potentiel d'appréciation de 7,5% par rapport à l'euro sur un horizon de 3 ans. Les perspectives de l'économie suédoise sont bonnes : le taux de croissance est élevé, l'économie est proche du plein-emploi. Cependant, le taux d'inflation augmente mais de manière moins rapide qu'attendue par les marchés. Cela a eu pour conséquence de retarder les hausses de taux d'intérêt directeurs par la banque centrale suédoise. Ce qui in fine a pesé sur le taux de change. La baisse du taux de change a été tellement importante qu'elle inquiète les autorités monétaires du pays. Celles-ci considèrent la couronne suédoise sous-évaluée de 7,5%. Elles devraient donc procéder à une première hausse des taux d'intérêt directeurs pour soutenir leur devise à la fin de cette année. De fait, la Suède devrait être le premier pays en Europe continentale à enregistrer une hausse de ses taux d'intérêt directeurs. Pour éviter un éclatement d'une bulle immobilière, les autorités monétaires suédoises pratiqueront une remontée très graduelle des taux d'intérêt directeurs.

Pour tous les profils concernés, nous avons opté pour le réinvestissement du dividende de la SIR Intervest Office & Warehouse en nouvelles actions. Le prix de souscription est de 20,58 euros soit une décote de 7% par rapport au prix du marché. 21 droits étaient nécessaires pour souscrire à une nouvelle action (dividende brut de 1,40 euros ou 0,98 euros après précompte mobilier).

## Perspectives et points d'attention

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

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

# Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Capitalisation

### Objectif et stratégie d'investissement

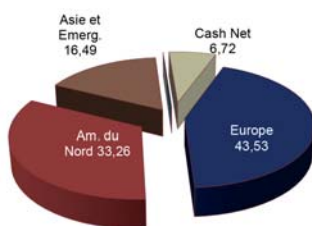
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

### Profil de risque - SRRI

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

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

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



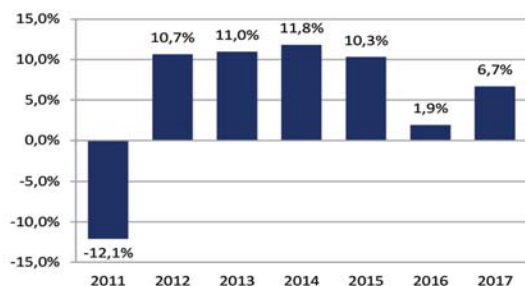
SOURCE: CACEIS BELGIUM

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



SOURCE: CACEIS BELGIUM

### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 mai 2018	15,83€
VNI plus haut (24 mai 2018) :	15,89€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	4,70%
3 ans rend. actuariel :	2,16%
Depuis lancement rend. actuariel :	6,14%

### Caractéristiques

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

### Avertissements

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

# Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## Classe R - Distribution

### Objectif et stratégie d'investissement

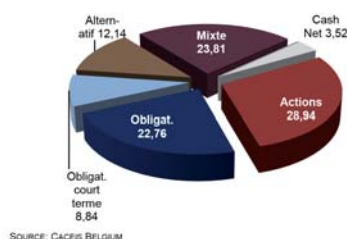
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

### Profil de risque - SRR1

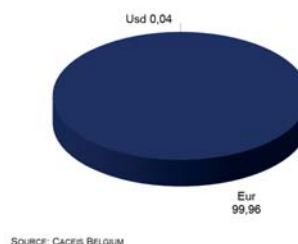
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRR1) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré), le risque d'inflation (risque que l'inflation érode la valeur réelle des actifs en portefeuille), le risque lié à des facteurs externes (incertitude quant à la pérennité de l'environnement fiscal).

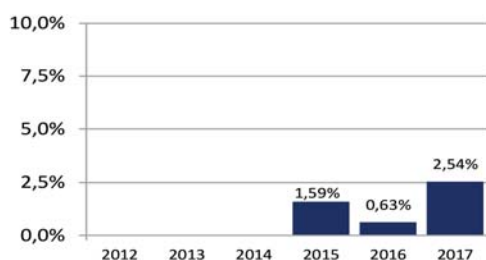
### Allocation par région/secteurs en % (\*)



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



### Performance par année calendrier (\*)



### Valeur et Rendements (\*)

VNI au 31 mai 2018	9,89€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	-1,92%
3 ans rend. actuariel :	-0,65%
Depuis lancement rend. actuariel :	0,77%

### Caractéristiques

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

### Avertissements

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

■ **Jeudi 4 octobre 2018 : conférence**

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

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

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

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

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

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

Responsable de la rédaction :  
**Olivier Leleux**  
 Date de rédaction :  
**25 mai 2018**