

## Edito

L'actualité du quatrième trimestre 2018 pour les investisseurs en Belgique tournera principalement autour d'un seul sujet : la taxe sur les Comptes Titres. Entrée en vigueur le 11 mars 2018, elle a été calculée par les institutions financières au début de ce mois d'octobre 2018 sur base de la moyenne arithmétique des photos des portefeuilles titres de leurs clients, photos prises respectivement le 31 mars 2018, le 30 juin 2018 et le 30 septembre 2018. Cette taxe touche toute personne physique résidente en Belgique, ainsi que toute personne physique non résidente en Belgique disposant de comptes titres auprès d'institutions financières en Belgique.

La taxe est calculée en répartissant les titres d'un portefeuille de manière identique entre chaque titulaire de ce compte titres. Par titulaire, on entend toute personne physique ayant la qualité de titulaire, cotitulaire, titulaire représenté (par procuration), nu-propriétaire ou usufruitier. Si la moyenne des trois observations des positions titres d'un titulaire dépasse 500.000 EUR, la taxe de 0,15 % sera prélevée pour ce titulaire. Si par contre cette moyenne ne dépasse pas les 500.000 EUR, l'institution financière enverra un courrier au titulaire pour lui demander s'il souhaite demander la procédure d'Opt In, c'est-à-dire demander à l'institution financière de prélever la taxe même si la moyenne de la valeur des positions titres ne dépasse pas 500.000 EUR. A noter que l'Opt In offre le grand avantage pour les titulaires de comptes titres auprès de plusieurs institutions financières de maintenir leur anonymat.

Chez Leleux Associated Brokers, comme il s'agit de la première fois que nous devons calculer et prélever cette nouvelle taxe imaginée par le Gouvernement fédéral, nos équipes ont effectué entre le lundi 1er octobre et le jeudi 4 octobre 2018 des vérifications approfondies sur les montants qui ont été calculés, et ce avant de procéder au débit de la taxe pour les titulaires

disposant d'une valeur moyenne de leurs titres déposés chez Leleux Associated Brokers supérieure à 500.000 EUR. Les notes de débit ont ainsi été établies le jeudi 4 octobre en fin de journée, automatiquement, pour les clients concernés. Le paiement de la taxe devra être réalisé pour le 30 octobre 2018.

Pour les titulaires dont la valeur moyenne de leurs titres déposés chez Leleux Associated Brokers ne dépasse pas 500.000 EUR, ceux-ci pourront demander, dès le 5 octobre 2018, de bénéficier de l'Opt In. Dans ce cas, la société de bourse retiendra pour tous les comptes titres du titulaire en question la taxe de manière anonyme.

Afin de vous aider dans cette matière, Leleux Associated Brokers enverra, pour chaque compte titres, un relevé de la situation de ce compte, titulaire par titulaire le cas échéant, avec le statut de prélèvement de la taxe. Nos chargés de clientèle resteront à votre entière disposition pour vous conseiller et vous aider à prendre votre décision le cas échéant.

Nous restons néanmoins convaincus que cette nouvelle taxe présente de nombreux problèmes juridiques et enfreint plusieurs dispositions de la Constitution. Nous sommes donc confiants sur les probabilités de réussite des actions en nullité que plusieurs contribuables, associations et avocats ont intentées contre cette taxe. Nous nous rappellerons que lors d'annulations de taxes déclarées anticonstitutionnelles (taxe sur la dématérialisation, TOB sur l'entrée en bourse de Belgacom, etc.), l'Etat avait été condamné à rembourser les contribuables du montant de ces taxes.

En vous remerciant de la confiance dont vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une agréable lecture de votre revue mensuelle.

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

Olivier Leleux  
Président du Comité  
de Direction



## Les chiffres clés du mois

### AEX 25 (Pays-Bas)

549,62 -1,6%<sup>(1)</sup> ↘  
+0,9%<sup>(2)</sup> ↗

### BEL 20 (Belgique)

3.706,74 -0,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-6,8%<sup>(2)</sup> ↘

### CAC 40 (France)

5.493,49 +1,6%<sup>(1)</sup> ↗  
+3,4%<sup>(2)</sup> ↗

### DAX (Allemagne)

12.246,73 -0,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-5,2%<sup>(2)</sup> ↘

### FTSE (G-B)

7.510,20 +1,0%<sup>(1)</sup> ↗  
-2,3%<sup>(2)</sup> ↘

### SMI (Suisse)

9.087,99 +1,3%<sup>(1)</sup> ↗  
-3,1%<sup>(2)</sup> ↘

### DJ Stoxx 50 (Europe)

3.067,94 +0,8%<sup>(1)</sup> ↗  
-3,5%<sup>(2)</sup> ↘

### DJIA (USA)

26.458,31 +1,9%<sup>(1)</sup> ↗  
+7,0%<sup>(2)</sup> ↗

### NASDAQ (USA)

8.046,35 -0,8%<sup>(1)</sup> ↘  
+16,6%<sup>(2)</sup> ↗

### TS 300 (Canada)

16.073,14 -1,2%<sup>(1)</sup> ↘  
-0,8%<sup>(2)</sup> ↘

### NIKKEI (Japon)

24.120,04 +5,5%<sup>(1)</sup> ↗  
+6,0%<sup>(2)</sup> ↗

### MSCI World

2.184,01 +0,4%<sup>(1)</sup> ↗  
+3,8%<sup>(2)</sup> ↗

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



Au cours des deux premiers trimestres de cette année, le PIB en volume dans la zone euro a augmenté de 0,4% en rythme trimestriel, après une croissance moyenne de 0,7% sur les cinq trimestres précédents. Le ralentissement de la croissance au début de l'année a été essentiellement lié à l'affaiblissement de la demande étrangère. La demande intérieure a continué d'être le principal moteur de la croissance au deuxième trimestre 2018. Comme au trimestre précédent, la variation des stocks a apporté une contribution positive à la croissance du PIB au deuxième trimestre, alors que les exportations nettes ont apporté une contribution négative. S'agissant de la production, l'activité économique au deuxième trimestre a été principalement soutenue par la croissance robuste dans les secteurs des services et de la construction.

La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est poursuivie, atteignant 0,4% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2018, et s'établit actuellement 2,4% au-dessus du point haut enregistré avant la crise au premier trimestre 2008. La croissance de l'emploi a concerné l'ensemble des pays et des secteurs. En termes cumulés, le nombre de personnes employées dans la zone euro a augmenté de 9,2 millions depuis le point bas du deuxième trimestre 2013. Le nombre d'heures travaillées par personne employée s'est accru de 0,3% au deuxième trimestre, après une baisse au premier trimestre. Jusqu'à présent, le nombre moyen d'heures travaillées durant la reprise est demeuré stable, ce qui reflète principalement l'incidence de plusieurs facteurs structurels, comme la part importante de travailleurs à temps partiel dans l'emploi total. Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 8,2% en juillet – son niveau le plus bas depuis novembre 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont légèrement modérés après avoir atteint des niveaux très élevés, mais indiquent toujours une croissance continue de l'emploi au troisième trimestre 2018. Si les indicateurs relatifs à la pénurie de main-d'œuvre ont légèrement fléchi dans certains secteurs et pays, ils demeurent toutefois à des niveaux historiquement très élevés.

La consommation privée dans la zone euro a augmenté de 0,2% en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2018, après une croissance légèrement plus forte au premier trimestre. Globalement, les dernières évolutions du commerce de détail et des immatriculations de voitures reflètent une croissance régulière de la consommation dans un avenir proche. Dans une perspective de plus long terme, la hausse des revenus du travail soutient la solide dynamique des dépenses de consommation, qui s'est également reflétée dans le niveau élevé de la confiance des consommateurs. En outre, le renforcement des bilans des ménages demeure un facteur important à l'origine de la croissance régulière de la consommation, la solvabilité des ménages constituant un déterminant clé de leur accès au crédit. Les hausses récentes des prix du pétrole ne devraient pas entamer la croissance du revenu disponible réel et de la consommation privée.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,8% au deuxième trimestre 2018, reflétant la poursuite de la reprise dans de nombreux pays de la zone euro. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents font état d'une dynamique positive mais en perte de vitesse. La production dans le secteur de la construction a rebondi, atteignant presque un niveau record depuis sept ans en juin. Au cours des derniers mois, les indicateurs de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction ont fait état d'une dynamique positive, quoique moins soutenue, au troisième trimestre 2018.

L'investissement des entreprises de la zone euro devrait afficher une croissance robuste. Les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées de la zone euro continuent de soutenir l'investissement et les conditions de financement favorables se reflètent dans l'expansion des prêts aux sociétés non financières. L'investissement s'inscrit également en hausse dans les secteurs confrontés à des contraintes de capacité. De fait, les producteurs de machines et d'équipements, par exemple dans le secteur des transports, augmentent leurs capacités de production afin de répondre à une demande croissante.

Les exportations de la zone euro se sont légèrement redressées, augmentant de 0,6% au deuxième trimestre 2018, après avoir baissé au premier trimestre. Ce redressement s'explique par les exportations de biens et, dans une moindre mesure, de services et résulte principalement d'une reprise des exportations intra-zone euro. Les exportations hors zone euro demeurent atones, celles à destination de l'Asie n'affichant qu'un léger rebond, tandis que les exportations vers l'Amérique du Nord se sont inscrites en baisse, contrebalançant les évolutions robustes enregistrées au cours des trimestres précédents. Pour la période à venir, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier, tant au niveau mondial que dans la zone euro, tendent à anticiper une nouvelle modération de la croissance des exportations pour les trimestres à venir.

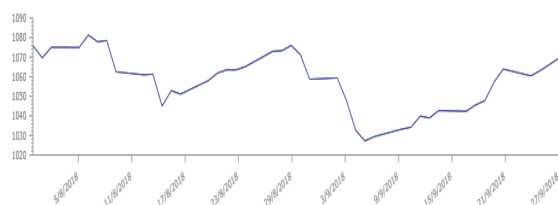
Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment une poursuite de la croissance généralisée de l'économie dans la zone euro. La production industrielle (hors construction) a reculé en juillet. Concernant les informations tirées d'enquêtes, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne a continué de baisser en juillet et en août, mais reste nettement supérieur à sa moyenne de long terme. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production s'est stabilisé au cours du deuxième trimestre et est demeuré globalement stable en juillet et en août, à des niveaux suggérant la poursuite d'une croissance solide. Les mesures accommodantes de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure. La croissance économique solide et généralisée actuellement en cours dans la zone euro devrait dès lors se poursuivre.



## Europe

“Flat”, c’est en substance l’adjectif qui pourrait être utilisé pour qualifier le mois septembre 2018. En effet, malgré l’avalanche de mauvaises nouvelles (poursuites des tensions commerciales et budget italien “hors clous” des règles européennes) les indices boursiers en zone euro ont bien résisté durant ce mois, qui rappelons-le est statistiquement le plus volatil. Avec l’automne, arrive les prochains résultats, ainsi de grandes entreprises européennes comme SAP, Total, Danone, AB InBev ou encore Daimler vont publier dans quelques jours leurs résultats du T3 et des neuf premiers mois. Une fois encore, la Bourse donnera son “opinion”.

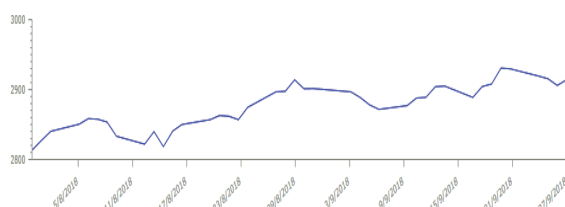
EURO STOXX 50



## États-Unis

Les mois se suivent et se ressemblent, les indices boursiers américains continuent leur petit chemin malgré un certain chaos politique à la Maison-Blanche et les bisbilles commerciales avec la Chine. Il y a quelques semaines, Amazon a franchi durant une séance la valeur boursière des 1.000 milliards de dollars (deux fois le PIB de la Belgique) avant ensuite de “retomber” tout doucement vers les 995 milliards de dollars. Actuellement, seul le titre Apple se maintient sur ce niveau (Petrochina avait flirté avec ce niveau en 2007, après son entrée à la Bourse de Shanghai). Outre-Atlantique, on surveillera aussi les résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre, parmi les premiers grands groupes à publier on citera Pepsico, General Motors ou encore JPMorgan Chase.

S&P 500



## Pays émergents

Depuis le début d’année, l’indice CSI 300, qui regroupe des actions cotées à Shanghai et à Shenzhen, est en recul de 15%. Les Bourses chinoises ont été très affectées par les menaces américaines (en partie mises à exécution) de hausse des droits de douane. Du côté des pays d’Amérique latine, la remontée du dollar et des taux américains font augmenter les risques : à titre d’exemple, la prime des contrats d’assurance contre le risque de crédit (CDS) des obligations à cinq ans du Brésil est ainsi passée de 150 à 260 points de pourcentage.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
EMU	Evolution de l’indice des prix à la consommation	-	0,50%	17/10
EMU	Confiance des chefs d’entreprise (Belgique)	-	1,20	24/10
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,00%	25/10
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	101,0	25/10
EMU	Décision taux d’intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	25/10
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,90%	29/10
EMU	Confiance économique	-	110,9	30/10
JAP	Décision taux d’intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	31/10
USA	Indice de confiance des directeurs d’achat du secteur industriel	-	59,8	01/11
USA	Indice de confiance des directeurs d’achat du secteur des services	-	61,6	05/11
USA	Décision taux d’intérêt de la Federal Reserve	2,25%	2,25%	08/11
JAP	Produit Intérieur Brut	-	3,0%	14/11

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>3,06%</b>	+20 <sup>(1)</sup> +66 <sup>(2)</sup>
<b>EUR</b>	
<b>0,47%</b>	+14 <sup>(1)</sup> +4 <sup>(2)</sup>
<b>Allemagne</b>	
<b>0,47%</b>	+14 <sup>(1)</sup> +4 <sup>(2)</sup>
<b>Autriche</b>	
<b>0,68%</b>	+13 <sup>(1)</sup> +10 <sup>(2)</sup>
<b>Belgique</b>	
<b>0,83%</b>	+13 <sup>(1)</sup> +20 <sup>(2)</sup>
<b>Espagne</b>	
<b>1,50%</b>	+3 <sup>(1)</sup> -7 <sup>(2)</sup>
<b>Finlande</b>	
<b>0,72%</b>	+26 <sup>(1)</sup> +12 <sup>(2)</sup>
<b>France</b>	
<b>0,80%</b>	+12 <sup>(1)</sup> +2 <sup>(2)</sup>
<b>Grèce</b>	
<b>4,18%</b>	-22 <sup>(1)</sup> +7 <sup>(2)</sup>
<b>Irlande</b>	
<b>0,99%</b>	+13 <sup>(1)</sup> +32 <sup>(2)</sup>
<b>Italie</b>	
<b>3,15%</b>	-9 <sup>(1)</sup> +113 <sup>(2)</sup>
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,58%</b>	+13 <sup>(1)</sup> +5 <sup>(2)</sup>
<b>Portugal</b>	
<b>1,88%</b>	-5 <sup>(1)</sup> -6 <sup>(2)</sup>

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

En septembre, la Banque centrale américaine a procédé à sa troisième hausse des taux d'intérêt directeurs de l'année, en fixant la fourchette des fonds fédéraux à 2,00-2,25%. Comme cette hausse était largement anticipée par les marchés, l'attention était davantage sur la déclaration de l'état de la situation économique, les projections économiques et la conférence de presse du président de la Fed.

La déclaration était généralement optimiste quant aux perspectives de croissance économique et détendue quant aux perspectives d'inflation. Lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion de la Fed, Jerome Powell a déclaré que la "guerre commerciale" n'avait que des implications limitées pour l'économie et a déclaré qu'il ne voyait pas grand risque de décollage de l'inflation. Compte tenu du fait que l'économie devrait afficher de bonnes performances, la Fed anticipe d'augmenter les taux d'intérêt directeurs cinq fois de plus pour culminer à 3,25-3,50% en 2020.

Les intervenants de marché sont moins optimistes que les membres de la Banque centrale américaine. Le marché considère que la Fed devrait augmenter ses taux d'intérêt directeurs seulement trois fois dans le cycle actuel. Dans ce cas, les taux d'intérêt devraient atteindre leur pic à un niveau de 2,75-3,00%. Les raisons sont que l'impact des mesures de stimuli fiscaux devrait s'amenuiser et que les hausses de taux devraient avoir un impact sur la consommation des ménages.

Au niveau de la zone euro, la Banque centrale européenne a pris les décisions attendues lors de sa réunion de septembre. Premièrement, la BCE a laissé les taux d'intérêt directeurs inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de

l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Deuxièmement, la BCE continuera de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Après septembre 2018, le rythme mensuel des achats nets d'actifs sera réduit à 15 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2018. La BCE prévoit que, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, les achats nets arriveront alors à leur terme. Troisièmement, la BCE entend procéder au réinvestissement des obligations arrivant à échéance pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

La Banque centrale européenne considère globalement que la croissance généralisée de l'économie de la zone euro se poursuit et que l'inflation accélère graduellement. La BCE anticipe une croissance annuelle du PIB en volume pour la zone euro de 2,0% en 2018, 1,8% en 2019 et 1,7% en 2020. La BCE table sur une hausse annuelle de 1,7% de l'indice des prix de la zone euro pour 2018, 2019 et 2020.

Ces éléments indiquent que la politique monétaire de la BCE devrait suivre une trajectoire bien définie. Dès lors, il ne devrait pas avoir de changement de la politique monétaire lors de la réunion du 25 octobre prochain. Après la fin du "Quantitative Easing" en décembre de cette année, l'attention des investisseurs sera focalisée sur les "forward guidance" fournies par la BCE. Même si il y a des discussions au sein de la BCE quant au moment et au rythme du resserrement des politiques monétaires, il est fort probable que la première hausse des taux d'intérêt directeurs par la BCE ne devrait pas intervenir avant septembre 2019.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Les marchés obligataires américains ont été en mode "risk-on" en septembre : les obligations "high yield" ont surperformé les obligations souveraines et les obligations d'entreprises "investment grade". Les prix des emprunts publics ont baissé suite à la désescalade des menaces macroéconomiques : hausse des droits de douane de la Chine de 10% (par rapport aux 25% anticipés) et accord commercial entre les Etats-Unis et le Canada. Au niveau technique, le "high yield" a été soutenu par un montant de nouvelles émissions moindre qu'attendu. La Fed a augmenté son taux d'intérêt directeur comme attendu. Les marchés anticipent une nouvelle hausse des taux d'intérêt directeurs en décembre avec une probabilité de 72%. Le marché anticipe deux nouvelles hausses des taux d'intérêt directeurs pour 2019 alors que la Banque centrale américaine en prévoit trois.

Il y a eu une divergence au niveau de la performance des marchés européens obligataires en septembre. Les obligations « high yield » ont enregistré une excellente performance, soutenue par une augmentation de l'activité du marché primaire. Par contre, les obligations "investment grade" ont été pénalisées par la hausse des rendements. Après un été calme, l'activité sur le marché primaire a repris avec quelques nouvelles émissions importantes comme celles d'Akzo Nobel et de Thomson Reuters. La BCE a confirmé son engagement d'arrêter son programme d'achat d'actifs obligataires, en réduisant le montant de ses achats mensuels de 30 à 15 milliards d'euro pour le quatrième trimestre de cette année. Le budget du gouvernement italien a été le thème dominant à la fin du mois. Les craintes que le gouvernement italien ne présente un budget en octobre avec un déficit supérieur aux attentes a entraîné une forte progression des rendements sur les obligations italiennes.

La courbe des taux d'intérêt pondérés au jour le jour (Eonia) anticipés est restée globalement inchangée au cours du mois de septembre. Les intervenants de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations de taux d'intérêt à moyen terme pour les placements en euros entraînant un léger aplatissement de la courbe des taux d'intérêt anticipés. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs pour les placements à court terme en euro.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Septembre 2018	total 2018
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	-0,9%	0,8%
Etats-Unis (\$)	-1,0%	-1,7%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	-0,3%	-0,7%
Etats-Unis (\$)	-0,3%	-2,2%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	0,1%	0,0%
Etats-Unis (\$)	0,5%	2,8%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 28/09/18	Variation depuis 31/12/17
<b>Investment Grade</b>		
AAA	1,38%	35
AA	1,25%	24
A	0,76%	13
A	1,18%	27
BBB	1,67%	46
<b>High Yield</b>	3,75%	75

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 28/09/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,32%	1
OLO 2 ans	-0,44%	6
OLO 5 ans	0,12%	26
OLO 7 ans	0,39%	17
OLO 10 ans	0,83%	20
OLO 30 ans	1,72%	3

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	Immobel	3,000%	17.10.2023	101,88%	2,59%	NR	BE0002615939	1.000
EUR	Immobel	3,500%	17.10.2025	101,91%	3,19%	NR	BE0002616945	1.000
GBP	Deutsche Telekom	2,500%	10.10.2025	99,58%	2,55%	I	XS1892151348	1.000
SEK	IBRD	0,375%	17.07.2023	99,37%	0,50%	I+++	XS1856338022	10.000
USD	American Honda	3,375%	10.12.2021	100,00%	3,38%	I+	US02665WCP41	1.000
USD	Comcast	3,950%	15.10.2025	99,75%	4,00%	I	US20030NCS80	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**      0,0%<sup>(1)</sup> =  
+3,4%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,12**      +0,5%<sup>(1)</sup>   
-0,3%<sup>(2)</sup>

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

**0,76**      -2,3%<sup>(1)</sup>   
+2,5%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,11**      +2,8%<sup>(1)</sup>   
+4,1%<sup>(2)</sup>

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

**13,41**      0,0%<sup>(1)</sup> =  
-0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,88**      -1,3%<sup>(1)</sup>   
+2,7%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,62**      +0,4%<sup>(1)</sup>   
-4,3%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,67**      +1,0%<sup>(1)</sup>   
+0,7%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,88**      0,0%<sup>(1)</sup> =  
-1,0%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

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

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

**0,31**      +1,0%<sup>(1)</sup>   
-3,9%<sup>(2)</sup>

## SEK/EUR (Suède)

**0,10**      +3,1%<sup>(1)</sup>   
-4,8%<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

Malgré la "guerre commerciale", la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et les récentes tensions sur la dette italienne, la parité EUR/USD n'a pas bougé entre le début et la fin du mois de septembre.



## GBP/EUR

Alors qu'un accord sur le Brexit pourrait tomber d'ici le mois de novembre selon Michel Barnier (négociateur en chef de l'Union européenne), la livre sterling se redresse vis-à-vis de l'euro.



## TRY/EUR

Après avoir perdu jusqu'à 45% depuis le début d'année, la livre turque s'est "légèrement" redressée sur septembre. L'une des raisons de ce redressement est certainement à aller chercher du côté de la banque centrale turque qui a relevé son taux directeur de 625 points de base, soit à 24%.



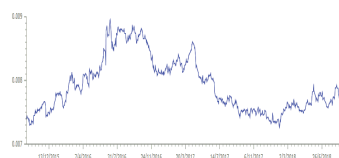
## NOK/EUR

La banque centrale norvégienne a relevé son taux de 0,50% à 0,75%. Ce taux n'avait pas été relevé depuis 7 ans. L'institution a indiqué qu'elle continuerait à augmenter progressivement les taux dans "un contexte de hausse de la croissance et de l'inflation".



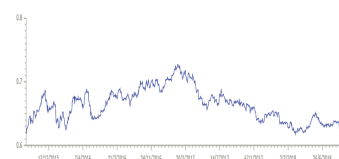
## JPY/EUR

Sur septembre, on retiendra seulement le statu quo de la Banque.



## AUD/EUR

Après la forte correction du mois passé, le dollar australien se stabilise.





## Performance boursière

Pendant le mois de septembre, le taux belge à long terme a augmenté de 13 points de base à 0,83% fin septembre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour nos valorisations) a présenté la même évolution et a clôturé le mois à 1,46% (+7 pb), la courbe des taux s'étant donc légèrement aplanie.

La hausse du taux à long terme a provoqué une baisse moyenne de 2,1% des cours des SIR en septembre. Les plus fortes baisses ont été Home Invest Belgium (-8,9%) QRF (-7,8%) et WDP (-6,6%). Les plus fortes hausses sont à mettre à l'actif de Montea (+12,8%) et XIOR (+5,0%).

## Information financière

Aedifica a vu ses revenus locatifs augmenter de 16% à 91,7 millions EUR durant l'exercice 2017/2018 (clôturé le 30 juin 2018). Le résultat EPRA s'élevait à 58,4 millions EUR, en hausse de 22% par rapport au 30 juin 2017. Le portefeuille immobilier présentait une valeur de 1,7 milliard EUR, alors que pour 459 millions EUR de projets de construction et de rénovation et d'acquisition étaient en cours d'exécution sous conditions suspensives. Le taux d'occupation s'élevait à 99,0% et le taux d'endettement à 44,3%. Aedifica versera un dividende brut de 2,50 EUR par action (+11%).

Home Invest Belgium a vu ses revenus locatifs progresser de 10,5% à 12,1 millions EUR au premier semestre 2018. Le résultat net du cœur d'activité a gagné 4,0%, alors que le résultat net y compris revalorisations du portefeuille immobilier s'élevait à 25,1 millions EUR. La valeur totale du portefeuille immobilier atteignait 482,5 millions EUR, avec un taux d'occupation de 89,37%. Le taux d'endettement s'élevait à 49,0%. Le premier semestre 2018 a été marqué par la réception de l'immeuble « The Pulse » à Molenbeek-Saint-Jean (96 unités).

Le mandat de CEO de Sophie Lambrighs s'est terminé le 10 juillet 2018, tout comme celui de Nicolas Vincent comme Chief Investment Officer. Dans l'attente de la désignation de nouveaux CEO et CIO, la direction effective de la société sera assurée par

Liévin van Overstraeten et Johan Van Overstraeten. Jean-Luc Colson (CFO) a donné sa démission fin septembre. Il restera cependant en fonction jusque fin janvier 2019. Selon Home Invest Belgium, sa démission n'a aucun lien avec le départ du CEO et du CIO.

Cofinimmo s'est vu attribuer le projet Neo II avec CFE. Le projet prévoit la construction d'un centre de convention de 49.000 m<sup>2</sup> sur le plateau du Heysel à Bruxelles. Un hôtel de luxe de 15.000 m<sup>2</sup> et 250 chambres y sera également construit. Le contrat sera signé au quatrième trimestre 2018 et les travaux devraient commencer en 2020.

CareProperty Invest a vu ses revenus locatifs augmenter de 30,14% à 12,3 millions EUR au premier semestre 2018. Le résultat opérationnel a progressé de 10,1% à 9,9 millions EUR, le bénéfice net de 43% à 8,0 millions EUR. Le taux d'endettement a augmenté de 35,4% fin 2017 à 40,8% fin juin 2018 à un coût moyen de 3,30%. La VNI EPRA par action s'élevait à 15,48 EUR. Pour l'ensemble de l'exercice 2018, CPINV prévoit un bénéfice par action de 0,80 EUR.

Leasinvest a réalisé une augmentation de capital de 83,96 millions EUR via l'émission de 987.774 actions nouvelles à un prix d'émission de 85 EUR par action nouvelle. Cinq droits d'attribution irréductibles donnaient le droit de souscrire à une action nouvelle. Le prix d'émission représentait une décote de 11,66% par rapport au cours de clôture du 18 septembre 2018. Un coupon au prorata de 3,78 EUR (représenté par le coupon n° 23) a été détaché. Les produits seront affectés au repositionnement de certains actifs au Luxembourg, comme le centre commercial Boomerang à Strassen et le centre commercial Knauf Schmiede.

Montea a consolidé son capital à concurrence de 41,2 millions EUR par l'apport en nature d'un terrain situé à Tiel aux Pays-Bas. 797.216 actions nouvelles ont été émises à cette fin. Le terrain se compose de deux parties qui sont louées pour une période ferme de respectivement 30 ans et 11,75 ans. De plus, Montea a racheté 120.629 actions propres à 51,73 EUR par action. L'opération s'inscrit dans le cadre d'un plan de rachat d'actions au profit du management.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/08/18	31/12/17	30/09/17		
Aedifica	77,70	-5,1%	-1,3%	-1,9%	21,1	3,7%
Care Property Invest	19,25	1,6%	4,4%	2,5%	23,3	3,7%
XIOR	40,10	5,0%	10,5%	7,9%	28,6	3,0%
Home Invest Belgium	88,60	-8,9%	0,7%	-0,4%	26,4	5,4%
QRF	15,90	-7,8%	-30,3%	-30,0%	10,7	8,5%
Retail Estates	73,90	-5,4%	6,4%	6,7%	13,4	5,2%
Vastned Retail Belgium	47,30	-2,3%	10,2%	10,2%	19,3	5,2%
Ascencio	51,00	-2,7%	-3,3%	-11,6%	12,5	6,6%
Wereldhave Belgium	88,40	-3,7%	-2,3%	0,0%	15,3	5,9%
Warehouses Estates Belgium	51,00	-2,9%	-10,1%	-12,4%	12,5	7,1%
Leasinvest Real Estate	89,80	-3,0%	4,1%	0,0%	14,3	5,6%
Befimmo	49,15	-1,5%	-6,7%	-1,9%	12,9	7,0%
Cofinimmo	107,40	-4,2%	6,4%	7,5%	16,2	5,1%
Montea	56,40	12,8%	33,0%	26,4%	20,5	4,0%
WDP	113,40	-6,6%	26,9%	24,1%	19,0	4,2%
Intervest Offices & Warehouses	22,90	0,7%	8,0%	9,4%	13,8	6,2%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ AB INBEV (ISIN BE0974293251 - 76,70 EUR)

### ■ Profil

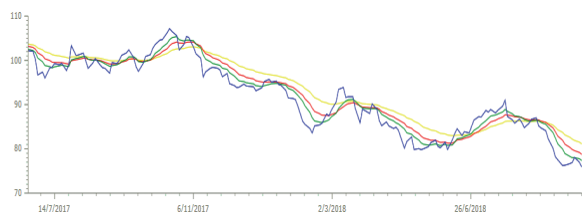
Anheuser-Busch InBev figure parmi les principaux producteurs mondiaux de bières. L'activité du groupe s'organise autour de 2 pôles :

- production de bières : marques Budweiser, Corona, Stella Artois, Beck's, Leffe, Hoegaarden, Castle, Castle Lite, Bud Light, Skol, Brahma, Quilmes, Michelob, Harbin, Sedrin, etc. ;
- production, embouteillage et vente de boissons sans alcool : boissons gazeuses, boissons maltées, eaux en bouteille et thés glacés.

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe-Moyen Orient-Afrique (18,3%), Amérique latine (39,7%), Amérique du Nord (27,6%), Asie-Pacifique (13,8%) et autres (0,6%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	15,12x
Cours/Actif Net :	1,95x
Rendement :	5,25%



### ■ Notre opinion

**Valorisation attrayante – craintes excessives sur les taux de change**

#### Description

ABInbev est le plus grand brasseur au monde en termes de volume et figure parmi les 5 plus grandes entreprises mondiales de produits de consommation en termes de revenus. Le groupe produit, vend, distribue et revendique un portefeuille diversifié de plus de 500 marques de bières et autres boissons à base de malt, parmi les plus connues Budweiser, Corona, Stella Artois, Beck, Leffe, Hoegaarden, Castle Lager, Castle Lite et Redd's. Le groupe emploie près de 200.000 personnes et est actif dans 50 pays à travers le monde. Les ventes en 2017 se sont élevées à 56,4 milliards de dollars pour un volume de 613 millions d'hectolitres (bière et autres boissons).

#### Effets négatifs du taux de change

Les revenus d'ABInbev subissent des effets de change défavorables, en particulier au Brésil, en Argentine et en l'Afrique du Sud. Pour l'exercice 2018, l'impact négatif est estimé à -4,5% sur le chiffre d'affaires et à -3,9% sur l'EBITDA. Ceci est plus que compensé par la croissance organique attendue à près de 6% au cours des exercices 2018 et 2019 (estimations). L'impact négatif des devises sur l'exercice 2019 devrait se situer autour de 2,5%. Bien qu'ABInbev ait publié son bénéfice en USD, 73% du chiffre

d'affaires pour 2017 a été généré par des devises autres que le dollar américain.

#### AB Inbev a un taux d'endettement élevé

Le levier financier ("leverage") est élevé, la dette nette au 30 juin 2018 s'élève à 108,8 milliards de dollars. Cela équivaut à un multiple dette nette/EBITDA de 4,87x. ABInbev poursuit ses efforts pour réduire son effet de levier à près de 2x et est sur le bon chemin pour le réduire. Compte tenu de l'importance qu'ABInbev attache à la réduction de la dette, la croissance des dividendes devrait rester limitée.

La note de crédit pointe à A- selon l'agence de notation S&P avec perspective négative et à A3 pour Moody's avec perspective stable.

#### Amende CE pour abus de pouvoir ?

La Commission européenne enquête actuellement sur un cas d'abus de pouvoir, selon lequel ABInbev empêche les bières belges (à savoir Leffe et Jupiler) vendues moins chères à l'étranger (France et Pays-Bas) d'être importées en Belgique. ABInbev a, par exemple, changé les emballages en France et aux Pays-Bas pour pouvoir détecter plus rapidement si quelqu'un importe des bières en Belgique. Malgré les tentatives du groupe de régler l'affaire à l'amiable, la Commission européenne maintient sa position et réaffirme son intention d'imposer une amende. Cela pourrait potentiellement représenter 10% de l'ensemble du chiffre d'affaires annuel du groupe.

#### Recommandation

ABInbev est toujours en mesure de réaliser une croissance grâce aux synergies résultant des récentes acquisitions et des réductions de coûts. Les effets négatifs des taux de change devraient être réduits en 2019. ABInbev a également la réputation et un solide historique en matière de réduction de la dette, ce qui permet de réduire les coûts financiers.

Depuis le point haut à 107,2 EUR, le titre a chuté de 28%, rendant la valorisation attrayante. Nous sommes donc à l'achat avec un objectif de cours situé à 102,5 EUR.

### ■ Perspectives 2018

ABInbev s'attend à une forte croissance des ventes et de l'EBITDA, tandis que la croissance des ventes à l'hectolitre devrait être supérieure à celle des coûts. Le coût de la dette devrait pointer à environ 3,7%, avec un taux d'imposition d'environ 24%. Les dépenses en capital (capex) devraient se situer entre 4 et 4,5 milliards de dollars. Les synergies devraient atteindre l'objectif des 3,2 milliards de dollars, dont près de 900 millions n'ont pas encore été réalisés.

### ■ Analyse Technique

Techniquement parlant, ABInbev 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



## COFINIMMO (ISIN BE0003593044 - 110,70 EUR)

### Profil

Cofinimmo figure parmi les principales sociétés immobilières réglementées publiques (SIR) belges. La société est spécialisée en immobilier de location. A fin 2017, le patrimoine immobilier, d'une surface totale de 1.838.470 m<sup>2</sup>, s'élève, en valeur de marché, à 3,5 Mds EUR répartis par type d'actifs comme suit :

- maisons de repos et cliniques (45,3% ; 754.739 m<sup>2</sup>) ;
- bureaux (38,1% ; 665.680 m<sup>2</sup>) ;
- réseaux immobiliers de distribution (15,8% ; 402.221 m<sup>2</sup>) : cafés (enseigne Pubstone) et agences d'assurance ;
- autres (0,8% ; 15.830 m<sup>2</sup>).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 16,33x  
Cours/Actif Net : 1,15x  
Rendement : 4,97%



### Notre opinion

#### Maisons de repos : source de croissance

#### S1 2018 résultat en ligne – performances confirmées

Au S1 2018, les revenus locatifs de Cofinimmo ont diminué de 2,3% (+1,2% à périmètre constant) soit 107,9 millions d'euros. La perte de revenus locatifs d'AXA depuis août 2017 a été largement compensée par les revenus des nouveaux investissements. Le résultat d'exploitation avant résultat sur le portefeuille a diminué de 5,1%, à 81,6 millions d'euros. Le résultat net des activités de base (hors résultats financiers et réévaluation des instruments de couverture) s'élève à 68,2 millions d'euros. Grâce à des plus-values réalisées de 27,7 millions d'euros (Egmont I et II), le résultat net du groupe s'élève à 97,6 millions d'euros.

La valeur totale du portefeuille à fin juin 2018 était de 3,6 milliards d'euros, dont 49,4% étaient investis dans l'immobilier de santé, 34,4% dans les bureaux et 15,4% dans les réseaux de distribution. Depuis le début de l'année, près de 200 millions d'euros ont été investis, dont l'acquisition de 17 maisons de retraite allemandes pour 172 millions d'euros. 98 millions d'euros supplémentaires d'actifs (principalement Egmont) ont également été vendus.

L'ANR EPRA s'élève à 93,26 EUR par action. Le taux d'occupation est resté stable à 94,6%. Le ratio

d'endettement est passé de 43,8% à fin 2017 et à 43% à fin juin 2018, incluant l'augmentation de capital de juin 2018. Le coût moyen de la dette est actuellement de 1,9%.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Valeur du portefeuille	3.457,3	3.622,3	3,3%
Résultat net location	110,4	107,9	-2,3%
Résultat net activités principales	65,2	97,6	49,7%

### Perspectives 2018

Cofinimmo confirme s'attendre à un résultat net courant de 6,51 EUR par action (soit 3 centimes d'euro de moins qu'annoncé) en 2018 et à un dividende brut de 5,50 EUR par action.

### Augmentation de capital achevée avec succès

Cofinimmo a finalisé fin juin 2018 une augmentation de capital de 155 millions d'euros. 1.642.374 actions nouvelles ont été émises avec un prix d'émission de 94,5 EUR par action nouvelle. Les nouvelles actions ont droit au dividende au prorata temporis à compter du 21 juin 2018, pour l'exercice en cours.

### Le comité de direction a radicalement changé en 2018

En 2018, presque tout le top management de Cofinimmo a changé :

- Jean-Pierre Hanin Chief Executive Officer depuis 09.05.2018
- Jean Kotarakos Chief Financial Officer depuis 01.06.2018
- Sébastien Berden Chief Operating Officer Healthcare depuis 01.08.2018
- Yeliz Bici Chief Operating Officer Offices promotion interne

### Boulevard du Souverain 23-25

Boulevard du Souverain 23-25 est vide depuis un an maintenant. Au cours des 6 premiers mois, aucune modification n'a été apportée au dossier. La Région Bruxelles-Capitale a lancé une procédure d'inscription du site sur une liste de sauvegarde. Cependant, cela ne concerne que le bâtiment principal (n°25). L'immeuble n°23 est en reconversion en un projet de construction résidentielle de 220 appartements. Le début des travaux est prévu pour 2019.

### Analyse technique

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

Le support majeur se situe à 103 EUR et le support intermédiaire vers les 104 EUR. La résistance majeure se situe à près de 111 EUR. Enfin, la résistance intermédiaire se situe à 108 EUR.



## PROSIEBENSAT1 (ISIN DE000PSM7770 - 22,37 EUR)

### Profil

ProSiebenSat.1 Media figure parmi les principaux groupes de médias européens. Le CA par activité se répartit comme suit :

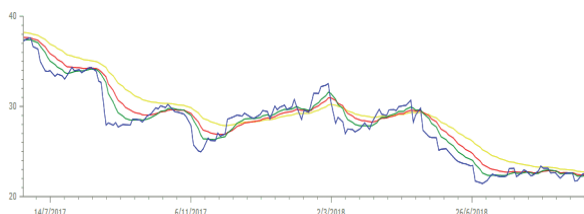
- exploitation de chaînes TV gratuites (55,3%) : 10 chaînes TV exploitées à fin 2017, dont 7 en Allemagne (SAT.1, ProSieben, Kabel 1, Sixx, SAT.1 Gold, ProSieben MAXX et Kabel eins Doku), 2 en Autriche (PULS4 et ATV) et en Suisse (OCHT). Le groupe développe également une activité d'exploitation de chaînes TV payantes ;
- production de contenus audiovisuels (8,7%) ;
- autres (36%) : développement de sites Internet, édition de contenus mobiles et sur Internet, prestations de services interactifs, exploitation de stations radio, etc.

Le CA par source de revenus se ventile entre ventes d'espaces publicitaires (56,6%) et autres (43,4% ; ventes de publications, de droits audiovisuels, de services multimédias, etc.).

La répartition géographique du CA est la suivante : Allemagne (79,5%), Etats-Unis (9,5%), Autriche et Suisse (7,3%), Scandinavie (2,6%), Royaume Uni (0,7%) et autres (0,4%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 8,8x  
Cours/Actif Net : 3,71x  
Rendement : 9,04%



### Notre opinion

#### Nouvelle structure - nouveau PDG - nouvel élan ?

#### Derniers résultats

ProSiebenSat.1 a vu ses ventes reculer de 4,2% sur les six premiers mois de 2018, à 1,79 milliard d'euros grâce aux effets de consolidation et de change. 59% des revenus ont été réalisés grâce à la publicité télévisée traditionnelle et 41% via les autres activités. Le résultat opérationnel est resté inchangé à 363 millions d'euros, la marge EBITDA ajustée est passée de 24,5% au S1 2017, à 25,6% pour le S1 2018. Le bénéfice net s'élève à 155 millions d'euros.

Au cours de l'année écoulée, la dette financière nette a diminué de 9,3%, à 2.199 millions d'euros, portant le levier financier ("leverage") à 2,1x.

Chiffres (Mln EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Revenus	1.872	1.794	-4,2%
EBITDA - ajusté	458	459	0,2%
Résultat net ajusté	233	230	-1,3%
BPA	0,79	0,67	-15,2%
Dette financière nette	2.425	2.199	-9,3%
Capitaux propres	1.068	1.041	-2,5%

### Structure financière

Au 30 juin 2018, la dette financière nette de PSM s'élevait à 2.199 millions d'euros, soit environ 2,1x l'EBITDA ajusté. La dette financière nette a diminué de 9,3% par rapport au 30 juin 2017 en raison de la vente d'Etraveli en août 2017 pour un montant de 435 millions d'euros. Depuis le début de l'année, l'endettement financier net a fortement augmenté (+34,7%) en raison de la hausse des investissements pour les acquisitions, et de l'acquisition de droits de diffusion (-750 millions d'euros), partiellement compensée par un cash-flow opérationnel élevé (607 millions d'euros).

PSM finance ses opérations au moyen de crédit de caisse renouvelable, de billets à ordre et des flux de trésorerie générés par les activités commerciales. La première échéance majeure des dettes à long terme n'arrive qu'en avril 2021 (600 millions d'euros).

### Perspectives

ProSiebenSat.1 confirme ses objectifs financiers pour l'année 2018 :

- Croissance du chiffre d'affaires entre 0 et 5%.
- Marge ajustée EBITDA de près de 20%.
- Ratio de distribution des dividendes entre 80 et 90%.

### Recommandation

Le 21 février 2018, Max Conze a été nommé directeur général de ProSiebenSat1, en remplacement de Thomas Ebeling, qui a quitté l'entreprise le 22 février 2018. Le mandat de Max Conze a débuté le 1er juin. Jusque-là, Conrad Albert assurait la présidence.

ProSiebenSat.1 prévoit également de faire le point sur sa stratégie au quatrième trimestre 2018.

La croissance organique est le principal moteur de la performance boursière des actions dans le secteur des médias. Dès que le marché publicitaire commencera à se redresser, le secteur peut en bénéficier. À l'heure actuelle, ce n'est pas encore le cas, mais la valorisation du secteur a atteint un niveau comparable à celui de 2008.

L'exercice de valorisation montre que ProSiebenSat1 est très bon marché parmi les pairs du secteur, et que le rendement est élevé (9% environ). L'objectif du consensus moyen des analystes pointe à 30 EUR, ce qui offre un potentiel de 34,1%. Nous donnons un conseil à "l'Achat".

### Analyse Technique

Une remontée technique vient de débuter, et les développements récents plaident pour une reprise. Les vendeurs ont repris le contrôle du titre. PSM évolue en territoire neutre (l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue), mais l'ambiance de marché semble à présent se détériorer. D'autres oscillateurs plaident également en faveur d'une légère dégradation. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ WIRECARD (ISIN DE0007472060 - 188,9 EUR)

### ■ Profil

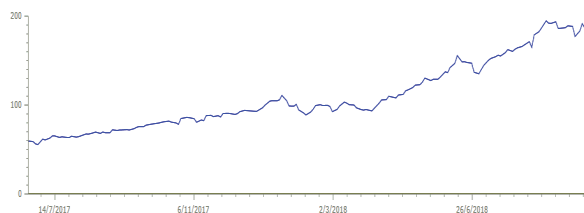
Wirecard figure parmi les principaux fournisseurs mondiaux de solutions et de services pour le traitement des paiements électroniques et la gestion des risques liés aux opérations financières (criminalité financière et fraudes). Le CA (avant éliminations intragroupe) par activité se répartit comme suit :

- développement de solutions de paiement sécurisé en ligne et de gestion des risques (68,4%) ;
- développement de solutions de traitement des transactions bancaires et d'émission de cartes de crédit (31%) : à destination des particuliers et entreprises ;
- prestations d'assistance téléphonique et de gestion des centres d'appels (0,6%).

La répartition géographique du CA (avant éliminations intragroupe) est la suivante : Europe (51,4%), Asie-Pacifique (39,6%), Amérique et Afrique (9%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 50,7x  
Cours/Actif Net : 10,1x  
Rendement : 0,13%



### ■ Notre opinion

**Forte croissance et hausse des marges dans les années à venir**

#### Profil

Wirecard (WDI) est l'une des plates-formes de trading financier à la croissance la plus rapide, offrant aux fournisseurs et aux consommateurs un écosystème de services pour le traitement des paiements électroniques grâce à une approche intégrée B2B2C. Au S1 2018, 56,2 milliards d'euros de transactions ont été traitées, dont 50% en Europe. WDI travaille avec près de 38.000 commerçants de grande et moyenne taille et environ 212.000 petits commerçants. La part de marché de WDI en Europe est estimée à 20%.

Wirecard dispose de trois divisions :

- Payment Processing & Risk Management (PP&RM) : cette activité fournit tous les produits et services nécessaires au traitement des paiements électroniques, à la gestion des risques et à d'autres services créateurs de valeur. C'est le plus grand département.
- Acquiring & Issuing (A&I) : développement de solutions de traitement des transactions bancaires et d'émission de cartes de crédit.

- Call Centre & Communication Services (CC&CS) : prestations d'assistance téléphonique et de gestion des centres d'appels.

#### Mégatendances mondiales

Wirecard identifie 6 tendances mondiales dans les systèmes de paiement mondiaux qui détermineront la croissance de son modèle économique :

- Un monde sans argent (monnaies virtuelles)
- Technologie Internet et Internet des objets
- Inclusion financière (encore beaucoup de personnes sans service bancaire)
- Intelligence artificielle (big data)
- Systèmes de paiement à travers le monde
- Accroître l'expérience client

#### Objectifs "Vision 2020"

Suite à la publication des résultats du S1 2018, le Groupe a mis à jour ses objectifs financiers pour 2020 :

Volume de transaction	> 215 bn EUR
Revenus	> 3 bn EUR
Marge EBITDA	30-35%
Free Cash Flow conversion	65%

#### Structure financière

Wirecard dispose d'une solide structure financière, avec une trésorerie nette (trésorerie moins dettes financières) de 1.226 millions d'euros. Au 30 juin 2018, les capitaux propres s'élevaient à 1.734,4 millions d'euros, tandis que les écarts d'acquisition s'élevaient à 673,7 millions d'euros.

Le groupe Wirecard dispose de lignes de crédit d'un montant de 1.795,4 millions d'euros.

#### Entrée dans le DAX-30

Le 24 septembre 2018, Wirecard rejoindra le DAX 30 pour remplacer Commerzbank. Cela devrait contribuer à la visibilité et à la liquidité du titre.

#### Conseil

Wirecard est une entreprise en forte croissance avec un bilan solide (pas de dette nette). La valorisation est très élevée, mais cela s'explique par les pourcentages élevés de croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices, à la suite desquels les multiples de valorisation diminuent assez rapidement dans les années à venir. L'inclusion dans le DAX 30 aura un effet fortement favorable sur le cours de l'action et augmentera également la liquidité.

Nous sommes à "Renforcer" avec un objectif indicatif situé à 225 EUR.

### ■ Perspectives

Grâce aux bons résultats semestriels, Wirecard relève ses attentes pour 2018. Sur l'ensemble de l'année, Wirecard prévoit un EBITDA compris entre 530 et 560 millions d'euros (contre 520 à 545 millions d'euros auparavant).

Wirecard s'attend à ce que les marchés sur lesquels il opère augmentent de 16 à 17% en 2018.



## ■ Environnement

Le début du mois de septembre a été marqué par le regain d'inquiétude lié aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Dans ce contexte, les marchés boursiers ont baissé, notamment les secteurs sensibles à la conjoncture comme les semi-conducteurs ou l'automobile.

A la mi-septembre, le président des États-Unis a franchi un pas de plus dans le protectionnisme en annonçant un calendrier échelonné de taxation de biens chinois importés aux États-Unis. Ceux-ci devraient subir une hausse de 10% des tarifs douaniers, et de 25% à partir de 2019. Deux cent milliards de dollars d'importations sont désormais concernés. Si la Chine répond en s'attaquant aux produits américains, Trump élargira l'assiette des produits concernés à 267 milliards de dollars. La riposte modérée de la Chine aux nouveaux droits de douane américains a rassuré les marchés. Ces derniers se sont recentrés autour de la vigueur de l'économie qui pourrait absorber une grande partie de l'impact négatif de ces frictions. La Chine ayant également exclu de dévaluer sa devise, le risque protectionniste s'est quelque peu dégonflé avec le constat que Trump et les dirigeants chinois sont pour l'instant plus mesurés que ce qui pouvait être craint.

La banque centrale américaine a augmenté ses taux directeurs de 25 points de base à 2,00-2,25%, en ligne avec les attentes. Jerome Powell a répété que les taux d'intérêt directeurs remonteraient graduellement afin de préserver la reprise de l'économie en évitant la surchauffe. Dans ce contexte, le taux d'intérêt pour un emprunt public américain à dix ans a continué de se tendre pour s'installer solidement au-dessus des 3% tandis que le rendement pour un emprunt public américain à deux ans a touché un plus haut niveau depuis plusieurs années à 2,8%.

En Europe, l'attention s'est également portée sur les négociations autour du Brexit. Le sommet européen de Salzbourg s'est conclu sans la moindre avancée pour le dossier. Le front européen reste uni face à la Première ministre britannique, obligeant Theresa May à promettre de revenir avec une nouvelle proposition sur le point bloquant de la frontière nord-irlandaise. Un accord est toujours envisageable pour le mois d'octobre.

Les prix des actifs de la zone euro ont évolué également au gré des événements en Italie. Ceux-ci évoluaient favorablement lorsque les propos étaient rassurants concernant le respect par l'Italie des règles européennes sur les déficits dans le cadre de la préparation du budget. Par contre, des rumeurs de tensions entre le ministre des finances Giovanni Tria et les partis aux pouvoirs sur l'orientation budgétaire qui pourraient conduire à la sortie

du gouvernement de ce ministre étaient défavorables pour l'évolution des prix des actifs (obligation, action et euro). En effet, Giovanni Tria est perçu par les investisseurs comme le principal garant d'une politique économique raisonnable, maintenant les grands équilibres financiers.

A la fin du mois de septembre, l'Italie a publié son budget pour 2019. Le ministre des finances, qui plaidait pour un déficit de 1,6%, respectant les engagements vis-à-vis de l'Union Européenne, a été déjugé. Le déficit 2019 est fixé à 2,4% et le même chiffre devrait s'appliquer aux déficits de 2020 et 2021. Par conséquent, les taux longs italiens se sont fortement tendus, les actions italiennes, les valeurs bancaires et l'euro ont baissé.

Le prix du pétrole a poursuivi son rebond au cours du mois de septembre. Le baril de Brent a même franchi le seuil psychologique des 80 dollars, soit le haut de la fourchette dans laquelle il naviguait depuis le mois d'avril. Les agences spécialisées ont révisé à la baisse les attentes de croissance de la demande de pétrole, compte tenu des préoccupations croissantes liées à la guerre commerciale et à la faiblesse des devises émergentes. Elles ont également revu à la baisse la croissance de la production en provenance des États-Unis et liée aux contraintes de pipelines. A court terme, les prix sont soutenus par le démarrage des sanctions américaines sur les exportations de pétrole en provenance de l'Iran. Il y a eu une réunion en septembre entre les pays producteurs de l'OPEP et hors OPEP qui n'a pas abouti à une recommandation consistant à augmenter la production au-delà des quotas actuels. De plus, l'Arabie Saoudite a laissé entendre qu'elle était confortable avec un prix du baril de Brent au-dessus des 80 dollars.

L'once d'or est repassée au-dessus des 1.200 dollars l'once après un point bas à 1.160 dollars par once en août. Le prix de l'or devrait rester sous pression étant donné la hausse attendue des taux d'intérêt directeurs aux États-Unis.

## ■ Transactions

Notre stratégie pour les portefeuilles qui investissent uniquement en placements à revenus fixes en euros repose sur les éléments suivants :

- Poursuite de la hausse graduelle des rendements souverains d'excellente qualité comme ceux offerts par les emprunts publics allemands ou belges
- Les rendements sur les obligations souveraines italiennes devraient rester volatils et sont amenés à augmenter dans un contexte de dégradation des finances publiques italiennes et de moindre confiance des investisseurs à l'égard du gouvernement en place en Italie

- Le niveau des spreads offerts par les obligations d'entreprises de qualité "Investment grade" est correct à ce stade du cycle économique
- Malgré une rémunération attrayante, il y a trop d'incertitudes actuellement pour augmenter l'exposition du portefeuille aux obligations d'entreprises plus risquées comme par exemple les obligations hybrides

Par rapport au risque italien, les portefeuilles obligataires sont bien positionnés puisque ils ne sont pas investis dans des obligations souveraines de l'Italie et pas également dans des obligations émises par des banques italiennes.

Au cours du mois écoulé, la volatilité sur les marchés a permis de procéder à l'acquisition de 2 obligations d'entreprises cycliques qui offraient près de 200 points de spread par rapport aux obligations souveraines allemandes de même échéance. Il s'agit d'une obligation émise par la société allemande K+S d'échéance 2023 et assortie d'un coupon de 2,625%. La seconde obligation a été acquise sur le marché primaire. Il s'agit d'une obligation émise par la société CNH Industrials d'échéance 2026 et qui paye un intérêt de 1,875%.

Les obligations Casino/Rallye ont continué à être volatiles. L'agence de notation américaine S&P a annoncé la dégradation de la note du groupe Casino à BB, évoquant un endettement élevé et une dégradation de la situation financière (chute du cours de l'action Casino). Elles ont rebondi lorsque Rallye (principal actionnaire du groupe Casino) a annoncé avoir signé une ligne de crédit de 500 millions d'euros à échéance juin 2020 auprès de 5 banques, permettant ainsi de soulager sa liquidité à court terme. Par contre, les obligations ont peu réagi aux annonces suivantes : Casino a annoncé avoir été sollicité par Carrefour en vue

d'une fusion et a indiqué ne pas avoir donné suite à cette approche. Le groupe Carrefour a cependant démenti cette information. Casino a également annoncé un plan de cessions des murs de 55 Monoprix pour 565 millions d'euros dans le cadre d'un plan de cession d'actifs en vue d'alléger son bilan.

Pour tous les profils de risque, nous avons souscrit à la nouvelle émission obligataire de la société belge VGP. Cette société construit et développe des centres logistiques à forte valeur ajoutée pour des clients réputés. Elle est principalement active en Allemagne, dans les pays d'Europe de l'Est et en Espagne. Les actions du groupe VGP sont cotées sur les bourses d'Euronext et de Prague.

Malgré les risques actuels - menaces de guerre commerciale, durcissement des liquidités mondiales, problèmes politiques en zone euro et ralentissement de la Chine-, l'exposition aux actions a été maintenue au cours du mois de septembre. Tout d'abord, ces risques sont déjà bien identifiés et en partie intégrés dans les cours. Par ailleurs, l'environnement fondamental reste solide; les indicateurs macroéconomiques récents plaidant pour une consolidation de la croissance économique mondiale. Les principales transactions du mois de septembre ont été l'arbitrage de l'action BIC en faveur de l'action du brasseur AB InBev et la souscription à l'obligation VGP 3,5% 2026. Celle-ci a été financée par le premier remboursement lié à la liquidation progressive du compartiment GAM Absolute Return Bonds Fund.

## Perspectives et points d'attention

- La première hausse des taux d'intérêt directeurs 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 quotas pétroliers de 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.**

# L'Investissement Socialement Responsable

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



## L'investissement responsable connaît depuis quelques années un essor spectaculaire

Né il y a plus d'un siècle aux Etats-Unis, sous la première appellation d'investissement éthique, le concept d'investissement responsable a depuis lors bien évolué: de la simple exclusion de certains types d'activités comme la fabrication d'armes, les investisseurs intègrent aujourd'hui des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance ou "ESG" dans leurs analyses financières. L'Investissement Socialement Responsable ou "ISR" est le fait d'intégrer ces critères "ESG" au processus d'investissement. On parle aussi d'investissement durable. Le principe est de générer des rendements sur le long terme ayant un **impact sociétal positif** que ce soit en termes d'environnement, de protection des droits de l'homme ou de développement technologique par exemple.

### Un contexte porteur ...

Le contexte général voit les **préoccupations environnementales et sociales gagner en importance dans les médias, dans l'opinion publique** et aussi dans le monde financier.

Les économies mondiales vont devoir faire des investissements colossaux dans presque tous les secteurs économiques (l'énergie, les transports, l'agriculture, la construction...) notamment afin de répondre aux engagements environnementaux pris par les gouvernements. L'ONU estime qu'entre 5.000 à 7.000 milliards de dollars seront déployés d'ici 2050.

De plus en plus d'investisseurs institutionnels issus des quatre coins du monde intègrent les facteurs "ESG" à leur processus décisionnel. Sous le parrainage de l'**ONU** des institutions financières ont conçu les **Principes de l'Investissement Responsable** en 2006. Il s'agit d'un engagement volontaire qui s'adresse au secteur financier et incite les investisseurs à intégrer les facteurs "ESG" dans la gestion de leurs portefeuilles. En 2016, ils étaient 1400 signataires (fonds de pension, compagnies d'assurance, Asset Managers, distributeurs,...) issus de plus de 50 pays.

### Un cinquième des actifs totaux ...

L'Investissement Socialement Responsable rencontre une **croissance exponentielle** tant en termes d'intérêt de la part des investisseurs qu'en termes d'offre de nouveaux fonds d'investissement.

D'après une enquête de la presse économique, les principaux acteurs du secteur en Belgique ont enregistré en 3 ans **une hausse de 72% des encours investis durablement**. Fin 2016, l'encours mondial des investissements durables s'élevait à près de 23.000 milliards USD, soit l'équivalent en montant de l'ensemble de la gestion collective en Europe.

Figure 1



Sources : L'Echo (13/9/2017), GSIA, Le Temps

### Quels sont les facteurs de soutien à l'ISR ?

- Le **renforcement du cadre réglementaire pour les gestionnaires de fonds** en la matière (ex: en France, les gestionnaires sont obligés de publier leurs données relatives à leur empreinte carbone).
- Le **renforcement du cadre réglementaire pour les entreprises** en termes d'environnement, de santé et de sécurité au niveau mondial (ex: en 2018, plus de 6.000 entreprises européennes de plus de 500 employés devront publier un rapport sur les résultats "non financiers" tels que les questions environnementales, les questions sociales, la lutte contre la corruption...).
- Une **demande croissante des investisseurs tant institutionnels que privés** en réponse à l'augmentation des préoccupations environnementales et sociales.

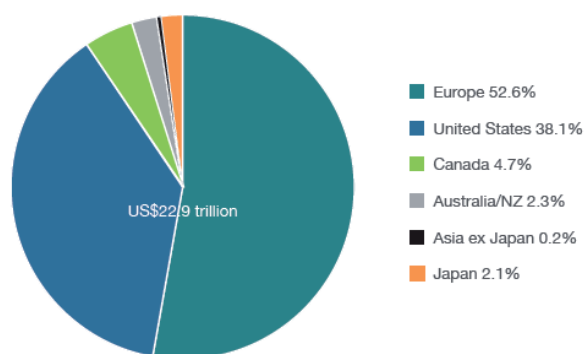
## L'offre de fonds socialement responsables est de plus en plus vaste

À l'échelle mondiale fin 2016, près de 23.000 milliards de dollars d'actifs étaient gérés de façon durable, soit une **augmentation de 25% en 2 ans**.

En termes relatifs, l'ISR représente maintenant 26% de tous les actifs gérés par des professionnels dans le monde. L'investissement durable constitue un axe majeur de développement sur les marchés financiers.

Il est possible aujourd'hui d'investir en fonds de façon durable et responsable sur toutes les classes d'actifs aussi bien que sur toutes les zones géographiques.

Figure 2 : Proportion of Global SRI Assets by Region



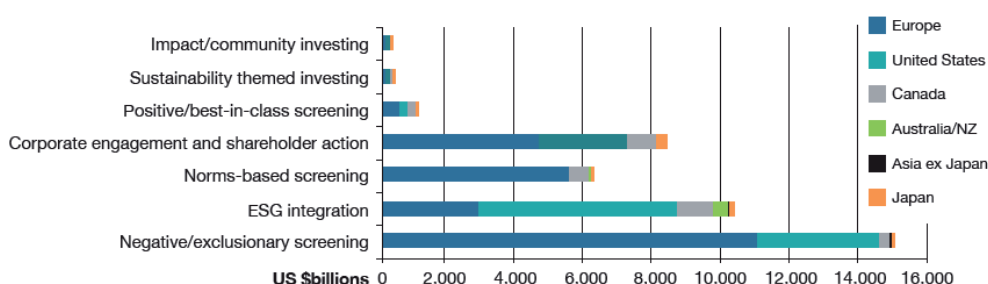
Source : GSIA

En Europe, plus de 2.400 fonds "ISR" sont distribués mais c'est sans compter l'ensemble des autres fonds dont les gestionnaires intègrent les critères ESG sans que leurs stratégies soient étiquetées comme telles.

Globalement les stratégies "ISR" peuvent être réparties entre différentes méthodes et principes :

- **L'exclusion** : le fait d'exclure certains secteurs d'activité controversées en fonction de critères éthiques, environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ex: combustibles fossiles, tabac, armement, alcool, jeu ou pornographie,...).
- La méthode **"Best in class"**: sélection d'entreprises/pays qui ont les meilleurs scores "ESG" dans un secteur donné.
- Les **stratégies thématiques** : investissement avec un focus sur un défi sociétal ou environnemental spécifique (ex.: eau, énergies renouvelables,...).
- L'"**Impact investing**": sélection d'entreprises qui ont un impact positif au niveau sociétal et/ou environnemental.
- Le **"contrôle normatif"**: sélection d'entreprises/pays qui respectent des normes internationales quant aux impératifs environnementaux, de la conscience sociale et de la bonne gouvernance.
- L'**engagement en tant qu'actionnaire** afin d'influencer l'attitude d'une entreprise ou d'un pays à moyen/long terme sur les questions du respect des impératifs environnementaux, de la conscience sociale et de la gouvernance. (par ex. nouer un dialogue, exercer un droit de vote, introduire des résolutions devant.

Figure 3 : Assets by SRI Principles



Source : GSIA

■ **Mardi 4 décembre 2018 : conférence**  
**Un portefeuille d'investissements responsables.**  
**Comment allier rentabilité et développement durable ?**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : Espace Wallonie Picarde, Rue Follet 10 - 7540 Kain / 19h  
 Orateur : Monsieur Carlo-Luigi Grabau, administrateur délégué  
 chez Leleux Invest  
 Inscription : 0800/255 11

■ **Mercredi 12 décembre 2018 : conférence**  
**Un portefeuille d'investissements responsables.**  
**Comment allier rentabilité et développement durable ?**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : B19 Country Club, Avenue Van Bever 17 - 1180 Uccle / 19h  
 Orateur : Monsieur Carlo-Luigi Grabau, administrateur délégué  
 chez Leleux Invest  
 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 :  
**28 septembre 2018**