

Edito

Après 8 ans de procédures judiciaires en Belgique et aux Pays-Bas en sa qualité de successeur de Fortis, Ageas a décidé, sans reconnaître une quelconque faute, de verser 1,204 milliard d'euros aux actionnaires qui ont détenu des actions Fortis SA/NV ou Fortis NV entre le 28 février 2007 et le 14 octobre 2008.

Ageas et les associations de plaignants, Deminor, Stichting FortisEffect, Stichting Investor Claims Against Fortis (SICAF) et Vereniging Effectenbeleggers (VEB) ont en effet annoncé une proposition de règlement transactionnel en ce qui concerne toutes les procédures civiles relatives, entre autres, à l'acquisition des actions de ABN AMRO et l'augmentation de capital en septembre/octobre 2007, à l'annonce du plan de solvabilité en juin 2008, et à la cession des activités bancaires et d'assurances aux Pays-Bas en septembre/octobre 2008.

Pour le moment, les seuls actionnaires concernés par ce règlement sont ceux qui font donc partie des quatre associations de plaignants précitées et qui détenaient les titres à un moment quelconque de la période concernée, même s'ils peuvent les avoir revendues entre-temps. Ces quatre associations représentent un quart du capital Fortis de l'époque, et l'immense majorité des actionnaires qui ont introduit des plaintes dans cette affaire. Les actionnaires qui n'appartiennent pas à une des associations ayant signé l'accord ne sont pas encore concernés, mais pourraient l'être à l'avenir. En effet, vu que cet accord a été obtenu conformément à la loi néerlandaise sur le Règlement Collectif d'actions collectives (Wet Collectieve Afwikkeling Massaschade, "WCAM"), Ageas et les groupes de défense demanderont à la Cour d'appel d'Amsterdam de déclarer que la transaction est liante pour tous les actionnaires éligibles de Fortis, quels qu'ils soient.

La compensation par action dépendra donc du nombre final d'actions éligibles pour lequel des demandes sont introduites. Mais Ageas précise que le montant de 1,2 milliard ne changera pas, quel que soit le nombre final d'actionnaires à dédommager. Cet accord, d'une ampleur inégale en Europe, devrait compenser plus ou moins 10 à 15% de la perte nominale encourue sur les actions Fortis à l'époque. Par ailleurs, le montant de la compensation par action ne sera pas identique pour

tous. En effet, Ageas établit plusieurs catégories d'actionnaires et fixera une priorité d'indemnisation entre actionnaires "Acquéreurs", "Détenteurs" ou encore plaignants "Actifs" ou "Non-actifs". Un plaignant "Actif" est tout actionnaire éligible qui a initié une procédure judiciaire ou a activement adhéré à une action collective avant le 31 décembre 2014, et a dès lors supporté pendant une période substantielle des dépenses de membre (d'une association) ou de défense judiciaire et/ou des frais administratifs. Par contre, un plaignant "Non-actif" est tout actionnaire éligible qui participe au règlement mais qui n'a pas introduit de recours judiciaire ou n'a pas adhéré à une action collective avant le 31 décembre 2014. Ceux qui se déclareraient seulement maintenant recevraient donc moins.

Quoi qu'il en soit, afin d'obtenir cette compensation, les actionnaires devront s'engager à ne pas entamer une nouvelle procédure judiciaire relative aux événements et à mettre fin immédiatement et se désister de toute procédure en cours. Il faut en outre qu'ils prouvent de manière adéquate avoir acquis ou détenu des actions Fortis durant les périodes considérées.

Que faire à présent, en tant qu'actionnaire éligible ? Vous ne devez rien faire actuellement. Les détails sur la manière d'introduire une demande valide seront communiqués dans les mois à venir par le groupe Ageas. Il n'y a pas d'urgence et Ageas publiera toutes les informations nécessaires en temps utile. Par ailleurs, le paiement n'est prévu qu'au plus tôt dans les 18 mois à compter d'aujourd'hui. Dans l'attente, Ageas a mis en place un site Internet www.forsettlement.com où l'information précitée peut être trouvée et par lequel plus d'informations sera rendue disponible au fur et à mesure.

Notre Maison peut bien entendu vous aider à apporter la preuve de la détention d'actions Fortis à tout moment entre le 28 février 2007 et le 14 octobre 2008, et votre chargé de clientèle habituel se tient à votre disposition pour vous apporter toute l'assistance nécessaire à cet effet. Nous ne manquerons pas dans les prochaines semaines et prochains mois de vous tenir au courant de l'évolution de ce dossier.

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

| | | |
|-----------------|--------------------------|----|
| Sommaire | Economie | 2 |
| | Marchés financiers | 3 |
| | Gestion de Portefeuilles | 4 |
| | Devises | 6 |
| | Marchés boursiers | 7 |
| | Taux d'intérêt | 8 |
| | Analyse AGEAS | 9 |
| | Analyse CASINO GUICHARD | 10 |
| | Analyse DEUTSCHE BANK | 11 |
| | Immobilier coté | 12 |
| | Analyse WDP | 13 |
| | Leleux Invest | |
| | Equities World FOF | 14 |
| | Leleux Invest | |
| | Patrimonial World FOF | 15 |
| | Agenda | 16 |

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

440,11 +3,0%⁽¹⁾ ↑
-0,4%⁽²⁾ ↓

BEL 20 (Belgique)

3.373,04 0,00%⁽¹⁾ =
-8,8%⁽²⁾ ↓

CAC 40 (France)

4.385,06 +0,7%⁽¹⁾ ↑
-5,4%⁽²⁾ ↓

DAX (Allemagne)

9.965,51 +5,0%⁽¹⁾ ↑
-7,2%⁽²⁾ ↓

FTSE (G-B)

6.174,90 +1,3%⁽¹⁾ ↑
-1,1%⁽²⁾ ↓

SMI (Suisse)

7.807,89 -0,5%⁽¹⁾ ↓
-11,5%⁽²⁾ ↓

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.790,17 -0,3%⁽¹⁾ ↓
-10,0%⁽²⁾ ↓

DJIA (USA)

17.685,09 +7,1%⁽¹⁾ ↑
+1,5%⁽²⁾ ↑

NASDAQ (USA)

4.869,85 +6,8%⁽¹⁾ ↑
-2,7%⁽²⁾ ↓

TS 300 (Canada)

13.494,36 +4,9%⁽¹⁾ ↑
+3,7%⁽²⁾ ↑

NIKKEI (Japon)

16.758,67 +4,6%⁽¹⁾ ↑
-12,0%⁽²⁾ ↓

MSCI World

1.648,12 +6,5%⁽¹⁾ ↑
-0,9%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois

(2) Différence au 31/12/2015



L'activité économique mondiale s'est ralentie à la fin de l'année et devrait continuer de croître à un rythme modéré. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le renforcement de la confiance soutiennent les perspectives des économies avancées. En revanche, les perspectives à moyen terme pour les économies de marché émergentes demeurent plus incertaines. L'activité économique devrait continuer de se ralentir en Chine, avec des répercussions négatives sur les autres économies de marché émergentes, en particulier en Asie, tandis que les pays exportateurs de matières premières doivent s'adapter encore davantage à la baisse des prix des matières premières. Dans ce contexte, le taux de change effectif de l'euro s'est sensiblement apprécié au cours des derniers mois.

Les marchés financiers ont affiché une volatilité accrue au cours des derniers mois. Les inquiétudes relatives à la croissance mondiale ont tout d'abord contribué à une baisse des prix des actifs financiers plus risqués entre début décembre 2015 et mi-février. Plus récemment, toutefois, cette baisse a été annulée en partie, les inquiétudes des investisseurs s'atténuant dans un contexte de hausse des prix du pétrole, de données économiques meilleures que prévu aux Etats-Unis et d'anticipations de nouvelles mesures de relance monétaire dans la zone euro. Les rendements des obligations souveraines des pays les mieux notés ont continué de baisser au cours des derniers mois.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, en dépit d'une croissance plus modérée que prévu au début de l'année en raison d'un affaiblissement de l'environnement extérieur. Le PIB en volume a augmenté de 0,3% en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2015, soutenu par la demande intérieure, mais freiné par une contribution négative des exportations nettes. Les données d'enquêtes les plus récentes font état d'une dynamique de la croissance plus faible que prévu au début de cette année. Pour la suite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme lent. La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement, ainsi que par la poursuite des créations d'emplois à la faveur des réformes structurelles antérieures. De plus, le bas niveau des prix du pétrole devrait apporter un soutien supplémentaire au revenu réel disponible des ménages et à la consommation privée ainsi qu'à la rentabilité des entreprises et à l'investissement. En outre, l'orientation budgétaire dans la zone euro est légèrement expansionniste, reflétant en partie les mesures de soutien aux réfugiés. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en oeuvre des réformes structurelles.

Les projections de mars 2016 établies par la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,4% en 2016, de 1,7% en 2017 et de 1,8% en 2018. Par rapport aux projections de décembre 2015, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'affaiblissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs de la BCE, les risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que l'accentuation des risques géopolitiques.

Selon Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à -0,2% en février 2016, après 0,3% en janvier. L'ensemble des principales composantes de l'IPCH ont contribué à ce repli. Les taux d'inflation devraient se redresser plus tard en 2016, puis continuer d'augmenter par la suite, confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue. Les projections de mars 2016 établies par la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1% en 2016, de 1,3% en 2017 et de 1,6% en 2018. Par comparaison avec les projections de décembre 2015, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole. La BCE suivra attentivement les processus de fixation des prix et les évolutions salariales dans la zone euro et veillera particulièrement à ce que l'environnement actuel de faible inflation ne se traduise pas par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires.

Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de se transmettre aux conditions du crédit et de soutenir la dynamique de la monnaie et du crédit. La croissance monétaire est demeurée robuste, tandis que la croissance des prêts s'est maintenue sur la voie de la reprise progressive observée depuis début 2014. Le bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et du programme étendu d'achats d'actifs (APP) ont contribué au renforcement de la dynamique de la monnaie et du crédit. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs plus bas historiques. En dépit d'une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre, les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables sous la forme d'une réduction des taux qu'elles appliquent. L'amélioration des conditions d'attribution des prêts a continué de soutenir le rebond de la croissance des prêts. Le flux annuel total de financement externe des sociétés non financières devrait avoir encore augmenté au quatrième trimestre 2015, après s'être stabilisé au cours des deux trimestres précédents. Globalement, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont nettement amélioré les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages.



Prestations des marchés d'actions

| Marché | Résultat en euro | | Cours / Bénéfice 31-03-16 |
|-----------------------|----------------------|---------------|---------------------------------|
| | premier trimestre | total 2016 | |
| MSCI World | -5,0% | -5,0% | 15,4 |
| MSCI EMU | -6,6% | -6,6% | 13,2 |
| MSCI Emerging Markets | 0,8% | 0,8% | 11,5 |
| Euro Stoxx 50 | -7,8% | -7,8% | 12,3 |
| S&P 500 | -3,6% | -3,6% | 16,6 |
| FTSE China 50 | -8,9% | -8,9% | 7,1 |

Source : Bloomberg

Rendement en fonction de la maturité

| Maturité | Taux de référence EUR | |
|-----------------------|--------------------------|------------------------------|
| | Taux 31-03-16 | Variation depuis 31-12-15 |
| <i>Euribor 3 mois</i> | -0,24% | -11 |
| <i>OLO 2 ans</i> | -0,45% | -12 |
| <i>OLO 5 ans</i> | -0,28% | -31 |
| <i>OLO 7 ans</i> | -0,07% | -46 |
| <i>OLO 10 ans</i> | 0,51% | -46 |
| <i>OLO 30 ans</i> | 0,97% | -106 |

Source : Bloomberg

Prestations des matières premières

| Indice CSCB S&P GSCI | Performance en USD | |
|---------------------------|-----------------------|---------------|
| | premier trimestre | total 2016 |
| Matières premières | -1,6% | -1,6% |
| Agriculture | -0,8% | -0,8% |
| Industrielles | 2,0% | 2,0% |
| Energie | -4,5% | -4,5% |
| Métaux précieux | 16,0% | 16,0% |
| Pétrole (Brent) | -0,2% | -0,2% |
| Or | 16,5% | 16,5% |

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'état de la zone euro

| Pays | Taux de référence obligation 10 ans en EUR | |
|------------------|---|------------------------------|
| | Taux 31-03-16 | Variation depuis 31-12-15 |
| <i>Allemagne</i> | 0,2% | -48 |
| <i>Autriche</i> | 0,5% | -37 |
| <i>Belgique</i> | 0,5% | -46 |
| <i>Espagne</i> | 1,4% | -33 |
| <i>Finlande</i> | 0,4% | -48 |
| <i>France</i> | 0,5% | -50 |
| <i>Grèce</i> | 8,6% | 30 |
| <i>Irlande</i> | 0,7% | -42 |
| <i>Italie</i> | 1,2% | -38 |
| <i>Pays-Bas</i> | 0,4% | -44 |
| <i>Portugal</i> | 2,9% | 43 |
| <i>Slovaquie</i> | 0,4% | -37 |

Source : Bloomberg

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

| Marché | Résultat en devise locale | |
|-------------------------------------|------------------------------|---------------|
| | premier trimestre | total 2016 |
| Obligations d'état | | |
| Zone euro AAA (€) | 4,0% | 4,0% |
| Etats-Unis (\$) | 3,0% | 3,0% |
| Obligations de qualité | | |
| Zone euro (€) | 2,4% | 2,4% |
| Etats-Unis (\$) | 3,7% | 3,7% |
| Obligations à haut rendement | | |
| Zone euro (€) | 1,7% | 1,7% |
| Etats-Unis (\$) | 3,3% | 3,3% |

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

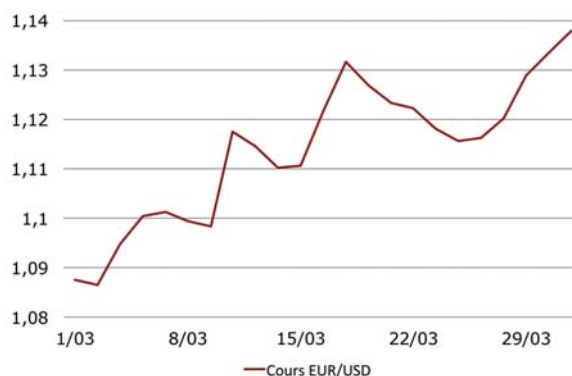
| Qualité | Obligations d'entreprises EUR | |
|-------------------------|----------------------------------|------------------------------|
| | Taux 31-03-16 | Variation depuis 31-12-15 |
| Investment Grade | 1,38% | -41 |
| AAA | 0,93% | -46 |
| AA | 0,82% | -46 |
| A | 1,10% | -39 |
| BBB | 1,85% | -42 |
| High Yield | 4,75% | -67 |

Source : Markit Iboxx



Le mois écoulé a été entièrement placé sous le signe de la politique monétaire. En d'autres termes : tous les regards étaient braqués sur les deux banques centrales les plus influentes au monde, la BCE et la Fed. Le 10 mars, la première a annoncé comme prévu des stimuli supplémentaires. Outre une baisse du taux sur les dépôts de -0,3 % à -0,4 %, notamment pour des questions techniques liées au programme de rachat de titres en cours, le principal taux d'intérêt a également été réduit de 0,05 % à 0 %. Cela signifie, en gros, que les banques qui parquent de l'argent auprès de la BCE devront désormais payer une prime, mais qu'elles pourront retirer de l'argent au dernier taux cité. La baisse du taux de refinancement doit plutôt être considérée comme une surprise. Par ailleurs, le programme de relance actuel a été intensifié et étendu. A partir d'avril, la BCE rachètera pour 80 milliards EUR de titres de dette par mois, contre 60 milliards EUR précédemment. Mais c'est l'extension du paquet de mesures d'assouplissement quantitatif qui recelait cependant la principale surprise : désormais, la BCE se ménage la possibilité de racheter aussi des obligations d'entreprises (investment grade, non bancaires, libellées en euro et d'entreprises établies dans la zone euro). Le mois de mars a ainsi été marqué par une baisse significative des primes de risque sur les obligations d'entreprises. Il en a dès lors résulté un afflux d'investissements dans les obligations d'entreprises européennes, qui a permis au marché high yield de profiter de la forte demande. Enfin, la fourniture de liquidités aux banques a été prolongée, le taux appliqué dépendant des octrois de crédit. Les premières réactions du marché à ces nouvelles étapes destinées à soutenir une inflation qui reste basse et une croissance économique fragile dans la zone euro ont été enthousiastes. Après les explications du président de la BCE Mario Draghi selon lequel le taux sur les dépôts (-0,4 %) pourrait avoir atteint son plancher, le sentiment s'est retourné et le scepticisme a grandi : le taux allemand à 10 ans s'approche désormais de son plancher de l'an dernier. L'affaiblissement initial (-1,52 %) de l'euro par rapport au dollar américain s'est rapidement inversé et la monnaie a gagné 4,6% vis-à-vis de l'USD sur le mois. Ce renforcement de l'euro nous amène au deuxième fait monétaire du mois : comme prévu, la banque centrale américaine a laissé sa politique inchangée le 16 mars. Elle a surtout signalé un ralentissement du raidissement de la politique de taux d'intérêt. On ne prévoit plus que deux relèvements des taux de 0,25 %, contre quatre en décembre de l'an dernier. Dans ces conditions, la baisse des taux américains et l'affaiblissement de l'USD sont logiques. L'EUR enregistre ainsi une excellente performance mensuelle, comme le démontre le graphique suivant :

Cours EUR/USD de mars



Au niveau monétaire, la crainte d'un Brexit continue à peser sur la livre britannique. Outre la désunion connue au sein du gouvernement britannique, la menace terroriste favorise également les partisans du Brexit.

Pour ce qui concerne les marchés d'actions, la bonne tenue des Bourses américaines est à remarquer. Le marché du travail reste suffisamment robuste pour reléguer la crainte d'une récession au second plan. Outre le ralentissement déjà évoqué du raidissement monétaire, le taux d'inflation positif et la forte croissance des emplois, les informations plus optimistes concernant un possible atterrissage en catastrophe de l'économie chinoise y ont également joué un rôle. Fin mars, les principales Bourses américaines avaient déjà récupéré leurs pertes enregistrées depuis le début de cette année (en USD). Le constat est très différent pour les Bourses européennes. L'Euro Stoxx 50 n'a regagné que la moitié du terrain perdu depuis la mi-février et affiche toujours un niveau significativement inférieur au début de l'année.

Enfin, les cours des matières premières se sont légèrement redressés en mars. Le pétrole, qui fluctue de plus en plus au gré de l'évolution des Bourses et du sentiment des investisseurs, a poursuivi son redressement amorcé à la mi-janvier. Les informations relatives au gel des niveaux de production pétrolière et au niveau des stocks restent des déterminants importants du prix de l'or noir.

■ Transactions

Plusieurs transactions ont été exécutées au cours du mois de mars dans les portefeuilles en gestion discrétionnaire, et ce, pour chaque profil de gestion.

Des prises de bénéfices ont ainsi été réalisées sur les obligations subordonnées de la Deutsche Bank dans les

profils de gestion qui ne contiennent pas d'actions. Elles concernaient une position prise à la mi-février, qui a donc été clôturée après le net redressement du mois de mars. L'intervention de la BCE expliquée brièvement ci-dessus a allégé la pression sur le secteur bancaire européen, même si une vague de consolidation en Italie n'y est pas étrangère non plus. On a ensuite souscrit à une des obligations (échéance 2020) récemment émises par le géant de la bière AB Inbev. La qualité de crédit de cet émetteur, actif dans un secteur défensif, accroît la note de crédit moyenne des portefeuilles. De plus, cette obligation pourra être concernée par le programme de rachat qui sera lancé par la BCE au deuxième trimestre 2016. Enfin, nous avons clôturé notre position dans l'obligation hybride du groupe français de communication Orange. Tout d'abord pour réduire la volatilité dans les portefeuilles après le redressement des cours de cette année. Mais aussi parce que le profil de crédit de cette entreprise pourrait souffrir des activités de fusions et acquisitions (cf. Bouygues).

Les profils de gestion avec actions ont connu trois transactions durant le mois. Le premier est une augmentation du poids de l'immobilier coté en Bourse avec l'achat de la SIR Intervest Offices & Warehouses. Les principaux atouts de cette société immobilière réglementée sont son rendement de dividende attrayant et sa complémentarité avec les SIR déjà détenues (Befimmo & Cofinimmo), en combinaison avec une amélioration de la liquidité (cf. flottant). La deuxième transaction concerne une augmentation du poids du tracker Market Vector Gold Miners, un ETF sur les actions de mines d'or. Cet achat s'inscrit surtout dans la volonté de consolider le portefeuille en cas de ralentissement de la croissance économique ou de récession. En effet, les investisseurs pourraient alors privilégier les « valeurs refuges » comme l'or. La troisième transaction, enfin, concerne la vente de l'action individuelle Delhaize après l'excellente performance relative de cette année. Le distributeur néerlandais Ahold procédera à une distribution royale à ses actionnaires avant la fusion avec Delhaize. Cette décision, en combinaison avec la fiscalité négative pour les actionnaires belges et les risques liés à la fusion, nous a convaincus de vendre cette action.

Perspectives et points d'attention

- Nous prévoyons une croissance économique faible, mais constante avec un risque de récession limité.
- Toutefois, la croissance est trop lente et les valorisations trop élevées pour ignorer un affaiblissement des conditions financières et les risques extrêmes.
- Nous nous trouvons dans un environnement de politique monétaire accommodante qui devrait encore exercer une influence positive sur les actifs risqués.
- La transition de l'économie chinoise continuera à alimenter la volatilité sur les marchés.
- On prévoit deux relèvements des taux de la part de la Fed cette année, au plus tôt en juin.
- Le marché a mal accueilli l'évolution de la politique de taux de la Fed. Une flambée inflationniste pourrait entraîner une réévaluation et un regain de volatilité dans de nombreuses catégories d'actifs.
- L'incertitude concernant un possible Brexit soumet la livre britannique à une pression constante.
- La Banque du Japon pourrait passer à l'action en cas d'appréciation excessive du yen.
- Les cours des actions restent sensibles aux (lisez : très corrélés) aux fluctuations des cours du pétrole. En outre, une nouvelle baisse du pétrole pourrait affecter la stabilité économique.
- Possibles évolutions politiques dans les marchés émergents, principalement au Brésil.
- Analyser l'impact de l'extension du programme de rachat de titres par la BCE sur le marché des obligations d'entreprises.
- Nous sommes à la veille d'une nouvelle saison des résultats : on s'intéressera tout particulièrement aux prévisions données par les entreprises pour apprécier les perspectives économiques et l'état de l'économie.
- Evolution de la crise des réfugiés et développements des risques géopolitiques mondiaux (Russie et Turquie, Ukraine, etc.)
- Impact des attentats terroristes en Europe sur la vie sociale, la confiance des consommateurs et surtout la croissance économique.

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



USD/EUR (USA)

0,88 -4,5%⁽¹⁾
-4,6%⁽²⁾

GBP/EUR (G-B)

1,26 -1,4%⁽¹⁾
-7,0%⁽²⁾

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,78 -4,4%⁽¹⁾
+1,9%⁽²⁾

NOK/EUR (Norvège)

0,11 +0,5%⁽¹⁾
+2,1%⁽²⁾

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,42 +0,1%⁽¹⁾
+0,1%⁽¹⁾

CHF/EUR (Suisse)

0,91 -0,8%⁽¹⁾
-0,6%⁽²⁾

AUD/EUR (Australie)

0,67 +2,5%⁽¹⁾
+0,3%⁽²⁾

CAD/EUR (Canada)

0,68 -0,5%⁽¹⁾
+1,5%⁽²⁾

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,70 +0,3%⁽¹⁾
0,00⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +2,5%⁽¹⁾
+0,4%⁽²⁾

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,32 -1,2%⁽¹⁾
+0,5%⁽²⁾

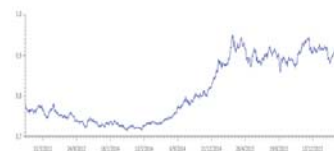
SEK/EUR (Suède)

0,11 +0,8%⁽¹⁾
-0,7%⁽²⁾

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

■ USD/EUR

Janet Yellen a très récemment balayé les spéculations vis-à-vis d'une hausse des taux en Avril. La présidente de la Réserve fédérale américaine (Fed) a indiqué que la banque centrale serait extrêmement prudente à l'avenir dans ses perspectives de hausse des taux en raison des incertitudes persistantes sur l'économie mondiale. Sur le marché des futures, nous pouvons constater que les marchés ne s'attendent plus qu'à une seule hausse de taux cette année. Dans ce contexte, le dollar a mécaniquement baissé face aux autres devises majeures, comme l'euro.



■ GBP/EUR

L'incertitude sur le résultat du référendum sur l'UE ("Brexit") continue toujours de peser sur la livre sterling.



■ TRY/EUR

La livre turque reste toujours fragile suite aux dernières données économiques et à la situation politique.



■ NOK/EUR

Après s'être stabilisée au mois de février face à l'euro, la couronne norvégienne reprend un peu de hauteur grâce au rebond du pétrole.



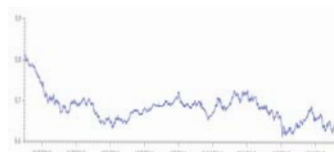
■ JPY/EUR

Après s'être apprécié, le yen recule face à l'euro en raison d'une dégradation des perspectives de croissance qui devrait entraîner la Banque du Japon à sortir de nouveau son "bazooka" (= assouplissement monétaire).



■ AUD/EUR

Le dollar australien continue de profiter du sursaut du cours du cuivre et des autres matières premières.

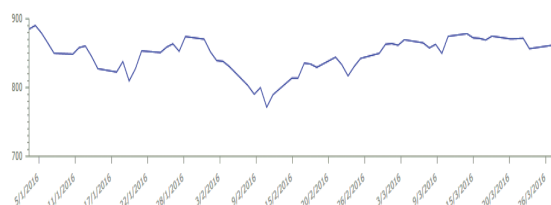




Europe

La dernière conférence de Mario Draghi le 10 mars dernier aura suscité une très forte volatilité. Tout d'abord, l'ensemble des investisseurs assistent à une très forte hausse des indices en Europe (+3%) suite à la baisse des trois taux directeurs et à l'augmentation des achats mensuels d'actifs. Ensuite, la simple phrase du président de la BCE, à savoir "nous n'anticipons pas qu'il soit nécessaire d'abaisser encore les taux" entraîne immédiatement un violent retournement des marchés à la clôture (-2%) avec une forte appréciation de l'euro. Puis le lendemain, les indices progressent de plus de 3%... Alors que de nombreuses questions se posent sur l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles, force est de constater que l'intervention de la BCE continue de créer inexorablement de la volatilité sur les places Boursières.

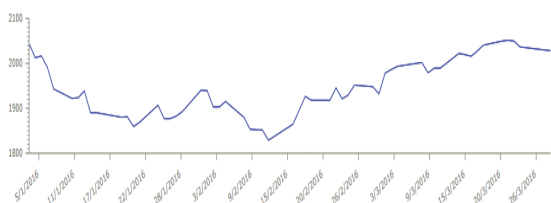
EURO STOXX 50



États-Unis

Pour la première fois depuis près de 10 ans, la Fed a relevé ses taux en décembre dernier, depuis les investisseurs s'interrogent sur le nombre de hausse des taux à venir. Lors de sa dernière réunion publique (le 29/03/2016), Janet Yellen a indiqué que les risques qui pèsent sur l'économie mondiale ne devraient pas avoir d'impact important sur l'économie des Etats-Unis mais qu'il demeurerait approprié pour la Réserve fédérale de procéder "prudemment" dans le resserrement de sa politique monétaire. Sur ces paroles, les indices boursiers ont progressé et le dollar américain s'est fortement déprécié vis-à-vis des principales devises.

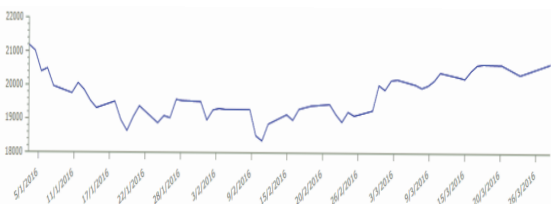
S&P 500



Pays émergents

Avec d'un côté la forte appréciation du prix des matières premières et, notamment, de l'or noir (qui donne un peu d'oxygène aux pays qui en sont fortement exportateurs, comme la Russie et le Brésil) et de l'autre, la décision de la banque centrale américaine, la Fed, de "modérer" son programme de «hausse graduelle» des taux d'intérêt, les indices boursiers des pays émergents reprennent un peu de hauteur.

HANG SENG



| AGENDA | | Prévisionnel | Précédent | Publication |
|--------|--|--------------|-----------|-------------|
| USA | Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier | 0,0 | 58,0 | 18/04 |
| EMU | Décision taux d'intérêt de la BCE | 0,00% | 0,00% | 21/04 |
| EMU | Confiance des chefs d'entreprise (Belgique) | - | -4,20 | 25/04 |
| EMU | Allemagne : indice de confiance IFO | - | 100,0 | 25/04 |
| USA | Commande de biens durables (hors transport) | - | -1,30% | 26/04 |
| USA | Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve | 0,50% | 0,50% | 27/04 |
| JAP | Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon | - | 0,10% | 28/04 |
| JAP | Vente au détail base mensuelle | - | -2,30% | 28/04 |
| EMU | Confiance économique | - | 103,0 | 28/04 |
| USA | Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel | - | 51,8 | 02/05 |
| USA | Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services | - | 54,5 | 04/05 |
| JAP | Produit Intérieur Brut | - | -1,1% | 18/05 |

Taux d'intérêt

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Lors de sa réunion de mars, le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne a estimé que le recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirmait la nécessité de renforcer les mesures de relance monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2%. Les conditions économiques et financières se sont encore détériorées depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs en janvier et les risques pesant sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme se sont clairement accrus, comme le montrent les révisions à la baisse des anticipations d'inflation et de croissance.

En conséquence, le Conseil des gouverneurs de la BCE a arrêté une série de mesures dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix.

- 1° En ce qui concerne les taux d'intérêt directs, il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 5 points de base, à 0,00%, et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 5 points de base, à 0,25%. Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à -0,40%.
- 2° Il a décidé de porter les achats mensuels de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros. Ils devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que la BCE observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Il a également décidé de relever de 33% à 50% les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les achats de titres émis par les banques multilatérales de développement et des organisations internationales.

3° Il a décidé d'inclure des obligations bien notées ('investment grade') libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro. Ces achats démarrent vers la fin du deuxième trimestre de cette année.

4° Il a décidé de lancer une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans. Ces nouvelles opérations accentueront l'orientation accommodante de la politique monétaire et renforceront la transmission de la politique monétaire en stimulant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle.

La BCE, prenant en compte les perspectives actuelles de stabilité des prix, prévoit que les taux d'intérêt directs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. Alors que des taux d'inflation très bas, voire négatifs, sont inévitables au cours des prochains mois, en raison de l'évolution des cours du pétrole, il est crucial selon la BCE d'éviter des effets de second tour en assurant le retour, sans tarder, de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2%.

Les chiffres clés des taux d'intérêt

EUR (3 mois)

-0,2440% -3,90⁽¹⁾ ↓
-11,30⁽²⁾ ↓

EUR (10 ans)

0,1530% +4,60⁽¹⁾ ↑
-47,60⁽²⁾ ↓

USD (3 mois)

0,6150% +1,50⁽¹⁾ ↑
-3,50⁽²⁾ ↓

USD (10 ans)

1,7704% +3,39⁽¹⁾ ↑
-50,08⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois en points de base

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

Obligations

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



| Devise | Nom | Coupon | Echéance | Prix indicatif | Rendement | Rating | Code ISIN | Par |
|--------|------------------|--------|------------|----------------|-----------|--------|--------------|--------|
| EUR | BMW | 0,125% | 15.04.2020 | 99,68% | 0,20% | I+ | XS1396260520 | 1.000 |
| EUR | Deutsche Telekom | 0,250% | 19.04.2021 | 99,30% | 0,39% | I | XS1396830058 | 1.000 |
| EUR | Peugeot | 2,375% | 14.04.2023 | 101,00% | 2,22% | S+++ | FR0013153707 | 1.000 |
| NOK | EIB | 1,000% | 25.05.2021 | 99,00% | 1,20% | I+++ | XS1394753484 | 10.000 |
| USD | BNG | 1,625% | 19.04.2021 | 99,93% | 1,64% | I++ | XS1396380930 | 1.000 |
| USD | John Deere | 2,800% | 06.03.2023 | 101,50% | 2,56% | I+ | US24422ETG43 | 1.000 |



■ AGEAS (ISIN BE0974264930 - 35,52 EUR)

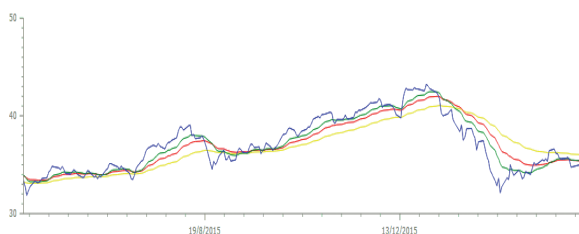
■ Profil

Ageas figure parmi les principaux groupes de services financiers du Benelux. Les primes émises brutes par activité se répartissent comme suit : assurance vie (78,9%) : essentiellement assurance maladie ; assurance non vie (21,1%). La commercialisation des produits et services est principalement assurée par des courtiers indépendants. La répartition géographique des primes émises brutes est la suivante : Belgique (19,1%), Royaume Uni (8,2%), Europe (17,3%) et Asie (55,4%).

■ Analyse fondamentale

| | |
|-------------------|-------|
| Cours/Bénéfices : | 8,54 |
| Cours/Actif Net : | 0,62 |
| Rendement : | 5,32% |

Evolution du titre Ageas



■ Notre opinion

Indemnisation des anciens actionnaires de Fortis

Accord avec les associations de plaignants

Le groupe Ageas a annoncé le 14 mars qu'il a conclu un accord avec les associations de plaignants que sont Deminor, Stichting FortisEffect, Stichting Investor Claims Against Fortis (SICAF) et Vereniging van Effectenbezitters (VEB). L'accord couvre toutes les procédures civiles concernant l'ancien groupe Fortis pour les événements de 2007 et 2008. L'accord est conforme à la loi néerlandaise sur le Règlement Collectif d'actions collectives (WCAM).

Un actionnaire éligible est toute personne/entité juridique qui a détenu des Fortis Units (Fortis sa/nv, Fortis NV) à tout moment compris entre le 28 février 2007 et (clôture de marché) et le 14 octobre 2008 (clôture de marché). Les actionnaires éligibles devront renoncer à poursuivre leurs autres droits d'indemnisations sous quelque forme à l'encontre de toute partie en ce qui concerne les événements qui ont eu lieu durant la période éligible.

Les trois principales motivations qui servent de référence :

1. La communication de Fortis sur son exposition aux sub-primes en septembre/octobre 2007.
2. Communication de Fortis en mai/juin 2008 sur sa solvabilité future après intégration complète d'ABN AMRO.

3. Communication de Fortis sur l'accord avec les gouvernements du Benelux entre le 29 septembre et le 1^{er} octobre 2008.

Cela nous amène à trois périodes de référence :

1. Période 1 : du 21 septembre 2007 au 7 novembre 2007 inclus/clôture de marché.
2. Période 2 : du 13 mai 2008 au 25 juin 2008 inclus/clôture de marché.
3. Période 3 : du 29 septembre 2008 au 3 octobre 2008 inclus/clôture de marché.

Accord avec les assureurs

Le groupe Ageas a également annoncé un accord avec D&O (Directors & Officers), avec les administrateurs et dirigeants de Fortis et de son ancienne filiale BNP Paribas Fortis. Ces derniers verseront un montant de 290 millions d'euros.

L'enveloppe pour les indemnités s'élève à 1,204 millions d'euros

Plus précisément, l'impact financier de l'ensemble des règlements, avec d'une part les associations de plaignants et d'autres parts les D&Os et les assureurs, s'élèvera à 889 millions d'euros. Dans le détail :

- ✓ 1.204 millions d'euros dans le cadre de l'accord de règlement WCAM.
- ✓ 45 millions d'euros relatifs aux nombreux coûts et dépenses.
- ✓ 62 millions d'euros pour les anciens actionnaires qui ne sont pas impliqués dans l'accord
- ✓ moins 290 millions d'euros pour la contribution des D&Os et assureurs.
- ✓ et moins 132,6 millions d'euros pour reprise de provisions pour litiges constitué en 2014.

Conseils

Un investisseur qui pense être éligible à l'indemnisation, ne peut pas faire grand-chose actuellement. Le groupe Ageas lui-même attend que l'accord aux Pays-Bas soit déclaré contraignant par le tribunal d'Amsterdam. Pour plus d'informations, il faut se tourner vers le site : FORsettlement.com.

Dans notre analyse du 2/03/2016, nous avons déjà appliqué un "rabais" d'un milliard d'euros, de sorte qu'à l'heure actuelle aucun ajustement ne doit être fait, notre objectif de cours reste situé à 38 EUR. Le titre Ageas peut donc encore être acheté.



CASINO GUICHARD (ISIN FR0000125585 - 47,10 EUR)

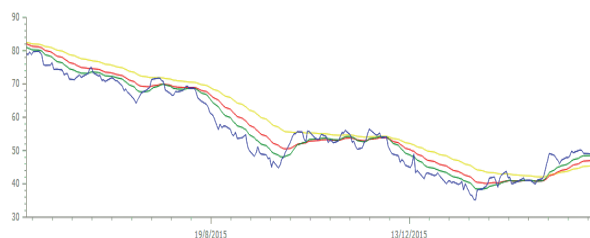
Profil

Casino Guichard-Perrachon figure parmi les 1^{ers} groupes français de distribution alimentaire. Le CA par activité se répartit comme suit fin 2015 : distribution à l'international (59,9%) ; distribution en France (40,1%). Le CA par enseigne se ventile entre Casino France (59,4% ; 126 hypermarchés), Franprix-Leader Price (22,3% ; 2 078, dont 885 supermarchés Franprix et 619 discount Leader Price) et Monoprix (18,3% ; 584). En outre, le groupe propose des activités de restauration et de commerce électronique.

Analyse fondamentale

| | |
|-------------------|-------|
| Cours/Bénéfices : | 14,91 |
| Cours/Actif Net : | 0,70 |
| Rendement : | 6,24% |

Evolution du titre Casino Guichard



Notre opinion

Analyse financière ou roman policier ?

Un vrai roman policier : "l'affaire Muddy Waters" !

Relayé par Bloomberg en décembre dernier, le sulfureux cabinet de recherche Muddy Waters publiait dans une analyse à charge que le titre du groupe Casino Guichard devrait valoir à la Bourse moins de 7 EUR (soit très loin des 47 EUR aujourd'hui). Ledit rapport de recherche mettait principalement en cause l'utilisation à outrance de l'ingénierie financière en vue de dissimuler un endettement considérable. Le 8 mars dernier, la charge reprend. A la veille des résultats annuels, le cabinet de recherche poursuit sa diatribe : "utilisation des transactions immobilières afin de soutenir les bénéfices en France ; craintes non avouées du Groupe Casino de voir S&P dégrader sa note de crédit, faible transparence sur le plan de désendettement du Groupe", etc. et la liste est longue.

Acharnement pour les uns ou scandale pour les autres, le cabinet Muddy Waters aurait pu s'arrêter là. Mais c'est mal connaître l'opiniâtreté de son patron ! En effet, l'on apprend dans la dernière analyse que le cabinet américain a embauché un analyste comportemental (un ancien employé de la CIA...) dont la « mission » consiste à analyser les retranscriptions des conférences téléphoniques et communiqués de presse afin de mettre en lumière de possibles dissimulations d'informations. Bref, un vrai roman policier !

Rotation d'actifs...

Lors de la publication de ses résultats annuels, le Groupe Casino annonce une baisse de 20% de la dette financière nette de Casino en France : de 7.598 millions d'euros à 6.081

millions d'euros. Cette nette amélioration sur un an ne découle pas d'une hausse des free cash-flow (après frais financiers et dividendes) mais s'explique par une réorganisation des actifs en Amérique latine. De manière concise, le Groupe Casino a cédé l'été dernier près de 20% du capital et 50% du droit de vote de sa filiale GPA (distributeur brésilien) ainsi que 100% du capital de Libertad (distributeur argentin) à sa filiale Exito (distributeur en Colombie). Cette stratégie de rotation d'actifs a permis de sortir 1.629 millions d'euros de dette de Casino France. Tour de passe-passe pour les uns ou ingéniosité financière pour les autres, la réalité comptable fera office de juge.

L'endettement

Sous le poids d'un endettement chronique et voulant à tout prix défendre son rating Investment Grade (surtout depuis "l'affaire Muddy Waters"), le Groupe Casino a annoncé un plan de désendettement de l'ordre de 4 milliards d'euros. Très récemment (soit le 07/02/2016), le Groupe a informé la signature d'un contrat de cession de sa participation dans Big C (en Thaïlande), pour 3,3 milliards d'euros (dette incluse), au groupe TCC, l'un des principaux conglomérats Thaïlandais. La transaction devrait être réalisée fin mars et le groupe TCC s'est engagé à payer une somme de 600 millions de dollars si l'opération n'était pas réalisée dans les temps. Les produits des cessions seront consacrés à la poursuite du désendettement du Groupe Casino (notamment pour la partie Casino France) : pro-forma, le plan de cession devrait permettre une diminution de plus de 1x le leverage -un bon point-.

Certains dossiers sont beaucoup plus faciles à appréhender

Sur base de la stratégie de désendettement, la situation bilancière va s'améliorer fin 2016 (l'EUR 5Y CDS a fortement baissé le jour de la cession de Big C), reste néanmoins à savoir si l'opérationnel ne va pas continuer à se dégrader sous l'effet d'une conjoncture économique difficile et d'effets de changes négatifs dans les pays d'Amérique latine (>50% EBITDA). Le cours de Bourse se situe sur ses plus bas niveaux depuis fin 1996 amenant le ratio P/B en-dessous de 1 (une exception dans le secteur), et malgré des efforts de transparence (le montant des plus-values immobilières réalisées en France a enfin été révélé) la complexité du dossier (évolution des périmètres de consolidation, redéfinition de la dette financière nette, volatilité des devises des pays émergents, etc.) va continuer à peser sur le titre (l'EUR 5Y CDS progresse depuis la publication des résultats, preuve que le risque financier n'a pas disparu). On terminera en soulignant que le payout ratio pourrait se situer proche des 100% fin 2016, là encore l'opérationnel ne devra pas flancher !

Derniers résultats

Le chiffre d'affaires sur 2015 s'établit à 46.145 millions d'euros, en baisse de 4,8% et en progression de 1,6% à changes constants. L'Ebitda ressort à 2.343 millions d'euros, en baisse de 26,6%, soit un taux de marge de 5,1% contre 6,6% en 2014. Le résultat opérationnel s'établit à 1.446 millions d'euros, en recul de 34%. La dette financière nette s'établit à 6.073 millions d'euros au 31/12/2015 contre 5.733 millions d'euros au 31/12/2014, pénalisée principalement par un écart de conversion de 664 millions d'euros, alors que le free cash-flow (945 millions d'euros) couvrait les acquisitions (217 millions d'euros) et dividendes (570 millions d'euros).



■ DEUTSCHE BANK (ISIN DE0005140008 - 17,07 EUR)

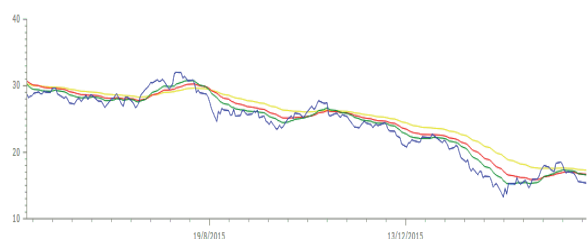
■ Profil

Deutsche Bank figure parmi les 1ers groupes bancaires allemands. Les revenus par activité se répartissent comme suit : banque de détail, banque privée et gestion d'actifs (55,9%) ; banque d'investissement, de financement et de marché (41,5%). La répartition géographique des revenus est la suivante : Allemagne (35,4%), Europe-Moyen Orient-Afrique (29,8%), Amériques (23%) et Asie-Pacifique (11,8%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 9,11
Cours/Actif Net : 0,38

Evolution du titre Deutsche Bank



■ Notre opinion

Toujours dans les remous !

Profil de la société

Deutsche Bank AG est une banque mondiale active dans la banque commerciale et d'investissement, de financement et de marché, actifs auprès des clients institutionnels, des petites et moyennes entreprises ou encore de clients privés. Le groupe détient une position importante en Europe ainsi qu'aux Etats-Unis et en Asie-Pacifique. Le groupe emploie plus de 100.000 salariés, dispose de 2.790 succursales dont 1.827 en Allemagne.

A compter du 1^{er} janvier 2016, la banque, après réorganisation, compte cinq segments : *Corporate & Investment Banking*, *Global Markets*, *Private & Business Clients*, *Deutsche Asset Management* et *Non-core Operations*.

Un ambitieux plan pour devenir rentable et plus efficace

Deutsche Bank a une structure complexe ce qui conduit à des coûts d'exploitation élevés et à une faible rentabilité. En septembre 2015, la banque a également annoncé qu'elle allait se séparer de 9.000 employés, dont la moitié d'entre eux se situent en Allemagne et l'autre répartie dans une dizaine d'autres pays. En outre, la banque va réduire son bilan d'un quart au cours des 5 prochaines années et renforcer son capital (en ne payant pas de dividende sur 2015 et 2016).

Le plus grand risque porte sur la mise en œuvre de ce plan, puisque le passé nous a montré que la réduction des coûts était loin d'être simple.

La solvabilité est suffisante

La solvabilité de Deutsche Bank atteint les 11,1%

(sous Bâle III Common Equity Tiers 1 à pleine charge). En 2018, ce niveau doit atteindre les 12,3%, dont 4,5 milliards d'euros de provisions pour litiges, 1,7 milliard d'euros de provisions pour restructuration et 1,2 milliard d'euros de dépréciation pour Postbank. L'ensemble de ces éléments devrait être compensé par la génération de profits (10,8 milliards) et les cessions d'actifs (1,6 milliard) durant cette période. Une augmentation de capital ne semble donc pas nécessaire.

Les défis à venir sont :

Deutsche Bank a été confrontée l'an dernier à de nombreux procès et scandales, qui ont eu un impact important sur les bénéficiaires.

- ✓ Amende de 2,5 milliards d'euros pour le scandale sur le libor (payé en avril 2015 auprès des régulateurs américains et britanniques)
- ✓ Démission des deux anciens PDG suite aux nombreux scandales
- ✓ 1,2 milliard d'euros de provisions pour les actions en justice

Nous retiendrons également une féroce concurrence aux Etats-Unis dans le segment de la banque d'investissement, tandis que la banque allemande s'est engagée dans un changement de stratégie et un programme de réduction des coûts.

Conseil d'investissement

Le titre se négocie seulement 0,45x la valeur comptable tangible (37,9 EUR par action), ce qui est le reflet des éléments ci-dessus. 2016 devrait être considérée comme une année de transition avec les dépenses supplémentaires (restructurations, frais juridiques), l'environnement des taux bas ainsi que le sentiment relativement négatif sur le secteur bancaire : ces éléments devraient donc encore peser sur le titre. Le fait qu'il n'y ait pas de dividende versé, ne va pas aider non plus. L'ensemble de ces éléments pèsent depuis un moment sur les niveaux de valorisation (titre : Value trap).

Nous prendrons position dans une zone de prix plus basse qu'actuellement, mais il faudra du temps pour que le titre se reprenne. Le risque est élevé.

■ Derniers résultats

Deutsche Bank a annoncé une perte de 6,7 milliards d'euros sur 2015. Les revenus ont progressé de 5%, tandis que les coûts d'exploitation (+6%) ont suivi le même rythme. Le coût du crédit recule de 15,7%. Les coûts de restructuration (1 milliard d'euros) et les frais de contentieux (5,2 milliards d'euros) ont provoqué une perte importante. La solvabilité pointe à 11,1%, soit un niveau acceptable tandis que la valeur comptable tangible se situe à 37,9 EUR.

■ Perspectives

L'année 2016 sera l'année de la restructuration (encore une provision supplémentaire de 1 milliard). Le groupe anticipe que des procès pourraient encore peser sur ses comptes, mais dans une moindre mesure qu'en 2015. Il n'y aura pas de versement de dividende. Enfin, on notera que Deutsche Bank a indiqué qu'il avait la capacité financière suffisante pour pouvoir payer les coupons sur les instruments Tier 1.



Performance boursière

Les sociétés immobilières réglementées (SIR) belges se sont montrées très performantes en mars, en particulier Wereldhave Belgium et Leaseinvest Real Estate. On n'a de plus noté aucune performance négative. En moyenne (non pondérée), les SIR ont progressé de 3,9% le mois dernier. Cette performance s'explique surtout par la nouvelle baisse des taux d'intérêt. Les obligations publiques belges à moins de 7 ans proposent désormais un rendement négatif, ce qui incite les investisseurs à se tourner vers l'immobilier coté en Bourse. Les SIR affichent toujours un rendement de dividende brut attendu d'environ 5,0%.

Information financière

Aedifica (AED BB) a réalisé son premier investissement aux Pays-Bas où elle a acquis quatre sites d'une valeur totale de 30 millions EUR. Le mois a également été marqué par la réception de deux nouveaux centres de soins résidentiels à Aarschot pour 12 millions EUR et à Leopoldsborg pour 21 millions EUR.

Care Property Invest (CPINV BB) a publié un bénéfice net de 1,0135 EUR par action pour 2015. Le dividende intérimaire brut de 0,63 EUR versé fin 2015 tenait déjà compte de la totalité du bénéfice annuel attendu, de sorte qu'aucun dividende de clôture ne sera distribué.

XIOR (XIOR BBk) a publié un résultat de 0,0031 EUR par action pour 2015. Comme l'action n'est cotée en Bourse que depuis le 10 décembre 2015, aucun dividende ne sera versé pour l'exercice.

Ascencio (ASC BB) a vu son bénéfice net courant progresser de 21,6% au premier trimestre de l'exercice 2015/2016.

Prestations

| Entreprise | Cours | Δ 1M | Δ Ytd | Δ 12M | PER '16E | DIV '16E |
|--------------------------------|--------|------|-------|--------|----------|----------|
| Aedifica | 63,00 | 2,8% | 3,2% | 2,4% | 23,3 | 3,3% |
| Care Property Invest | 16,45 | 1,6% | 9,6% | -2,0% | 18,9 | 4,1% |
| XIOR | 31,50 | 9,8% | 19,5% | n.a. | 20,8 | 3,6% |
| Home Invest Belgium | 99,84 | 4,1% | 7,8% | 9,3% | 34,4 | 4,2% |
| QRF | 27,80 | 2,4% | 2,7% | -1,0% | 16,2 | 4,9% |
| Retail Estates | 77,90 | 0,6% | -1,2% | 6,3% | 17,6 | 4,1% |
| Vastned Retail Belgium | 55,50 | 2,1% | 0,1% | -6,3% | 21,1 | 4,2% |
| Ascencio | 59,40 | 2,1% | -1,6% | -2,8% | 15,2 | 5,1% |
| Wereldhave Belgium | 115,80 | 9,6% | 5,3% | 7,3% | 19,2 | 4,2% |
| Warehouses Estates Belgium | 61,00 | 1,7% | -1,0% | -6,3% | 15,5 | 5,7% |
| Leaseinvest Real Estate | 101,15 | 6,7% | 8,0% | 7,3% | 16,8 | 4,8% |
| Befimmo | 56,32 | 2,8% | 1,5% | -12,1% | 14,2 | 6,2% |
| Cofinimmo | 107,60 | 4,5% | 8,9% | -0,7% | 16,8 | 5,1% |
| Montea | 39,35 | 0,0% | 0,8% | 6,3% | 14,3 | 5,7% |
| WDP | 83,69 | 5,8% | 2,1% | 12,4% | 14,9 | 5,0% |
| Intervest Offices & Warehouses | 25,39 | 5,7% | 3,4% | -6,3% | 15,1 | 5,5% |

Source: Company data, Leleux Associated Brokers

Simultanément, le groupe a réalisé un premier investissement en Espagne avec l'achat de trois immeubles commerciaux Worten pour 27,3 millions EUR.

Montea (MONT BB) a acquis le projet built-to-suit MG Park Dehulst via un apport en nature de 16,2 millions EUR et 2,6 millions EUR en cash. 447.231 actions nouvelles ont été émises à cette fin. Le rendement sur investissement de départ s'élève à 7,3%.

WDP (WDP BB) a acquis quatre sites aux Pays-Bas pour 37 millions EUR, avec un rendement initial de 7,5%. WDP a également procédé à un placement privé d'obligations à 10 ans pour un montant total de 60 millions EUR. L'action a également été reprise dans l'indice AMX d'Euronext Amsterdam.

Divers

Montea (MONT BB) : Els Vervaeke est le nouveau CFO depuis le 1^{er} mars. Peter Verlinde, son prédécesseur, reste actif en coulisse pour faciliter la transition.

Intervest Offices & Warehouses (INTO BB) a annoncé un plan de croissance ambitieux qui prévoit une augmentation de la valeur du portefeuille de 634,4 millions EUR fin 2015 à 800 millions EUR fin 2018, dont env. 62,5% d'immobilier logistique. L'entreprise table sur un dividende minimum de 1,40 EUR par action pour les trois prochaines années.

Vastned Retail Belgique (VASTB BB) dispose d'un management propre à compter du troisième trimestre 2016. Rudi Taelmans et Taco de Groot (CEO de Vastned Nederland) exerceront ensemble la fonction de CEO. En qualité de nouveau CFO, Reinier Walta (CFO de Vastned Nederland) sera assisté d'un directeur financier encore à recruter.



WAREHOUSES DE PAUW (ISIN BE0003763779 - 83,20 EUR)

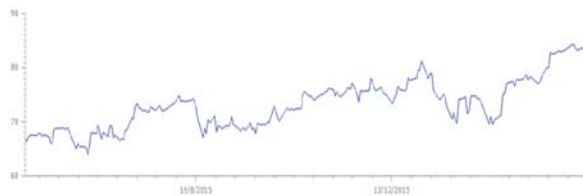
Profil

La société d'investissement immobilière WDP développe et investit dans l'immobilier logistique (entrepôts et bureaux). WDP dispose d'un portefeuille immobilier de plus de 3 millions de mètres carrés répartis dans plus d'une centaine de sites, à la fois en Belgique, en France, aux Pays-Bas ou encore en Roumanie. La famille de Pauw détient actuellement 26% du capital de WDP.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,98
Cours/Actif Net : 1,84

Evolution du titre WDP



Notre opinion

La grande histoire continue

Un pure player dans l'immobilier logistique

Warehouses De Pauw est une société immobilière réglementée publique (SIR) spécialisée dans la détention, le développement, la promotion et la gestion d'actifs immobiliers d'entreprise. 95% du portefeuille est situé sur des emplacements de premier ordre sur l'axe Amsterdam-Rotterdam-Breda-Anvers-Bruxelles-Lille. WDP est le leader sur le marché du Benelux. La famille de Pauw est un actionnaire de référence depuis 1999 (26,6% du capital).

Le 31 décembre 2015, la valeur du portefeuille s'élevait à 1,93 milliard d'euros (y compris les panneaux solaires). Le rendement brut du portefeuille est ressorti à 7,6%, le coût de financement à 2,9%, la durée moyenne des baux à 6,5 ans et le taux d'occupation à 97,5%. Les principaux locataires sont Kuehne & Nagel (7%), Greenyard Foods (6%), DHL Supply Chain (4%), DHL Express (4%) et ID Logistics (3%). Les panneaux solaires représentent 7% des revenus.

Plan de croissance 2016 - 2020

WDP a atteint les objectifs de son plan de croissance un an plus tôt que prévu. Un nouveau plan de croissance a été annoncé pour la période 2016/2020 :

- Extension du portefeuille de 1 milliard vers 3 milliards d'euros;
- Croissance du bénéfice par action de 25%, soit 6,25 EUR par action en 2020;
- Augmentation du dividende brute à 5 EUR.

La croissance du portefeuille se fera via des acquisitions sur le marché Benelux, et des développements pré-loués (WDP dispose d'un stock de terrains constructibles de 6,6 millions de mètres carrés). WDP prévoit un rendement brut sur ses locations existantes compris entre 7,5 et 8%, tandis que les acquisitions de 2015 délivreront un rendement brut locatif de 7,25%.

En 2015, WDP a également restructuré ses swaps de taux d'intérêts, de sorte que le coût moyen de financement de la dette financière représente aujourd'hui 2,8%. Cela signifie que la marge brute des nouvelles acquisitions / développements (différence entre le rendement brut et le coût de financement brut) pointerait vers les 4,45/5,20%, ce qui est supérieur à moyenne des 5 dernières années. Le nouveau plan de croissance nous semble donc réaliste.

Conseil d'investissement

L'action WDP affiche une importante prime (89%) par rapport à sa valeur liquidative IFRS (à 41,51 EUR) et une prime de 74% par rapport à l'ANR EPRA (à 44,90 EUR) ce qui fait de cette SIR la plus chère via ce mode d'évaluation. Cependant, il y a certains éléments techniques (comme l'évaluation négative des swaps de taux d'intérêts, etc.) qui réduisent la valeur des IFRS et de l'ANR EPRA.

Une meilleure mesure de l'évaluation de WDP est la méthode du DCF (flux de trésorerie actualisés). Il est important de faire une évaluation précise :

- Le "business plan" → voir ci-dessus pour la période 2016 - 2020.
- Le rendement locatif brut attendu des nouvelles acquisitions/développements, avec une durée moyenne de 6,5 ans.
- Les coûts de financement : 2,8% avec une durée moyenne de 7 ans.
- La couverture du risque de taux d'intérêts : 77% couverts avec une durée moyenne de 6,8 ans.

Avec ces éléments, le DCF ressort à 87,50 EUR par action.

Conseils en placements

Nous renforcerons la position sur des niveaux plus bas avec un objectif de cours à 87,50 EUR.

Derniers résultats

WDP a enregistré un bénéfice de 142,7 millions d'euros 2015, soit 7,85 EUR par action, et a terminé son plan stratégique un an plus tôt que prévu initialement. La forte croissance des bénéfices a été tirée par la croissance du portefeuille, la hausse des revenus des panneaux solaires, la réduction des frais financiers (via les contrats Swap) et les compensations de rupture de contrats au quatrième trimestre 2015.

WDP versera un dividende brut de 4,00 EUR par action, ex-coupon le 28 avril 2016.

Perspectives

WDP prévoit en 2016 de réaliser un bénéfice net courant de 5,20 EUR par action et de verser un dividende brut de 4,20 EUR par action. Fin 2016, l'endettement devrait atteindre environ les 56%. En 2016, il y aura 13% des baux qui expirent. Parmi ceux-ci, 85% avaient déjà été prolongés au moment de la publication des résultats annuels.

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe C

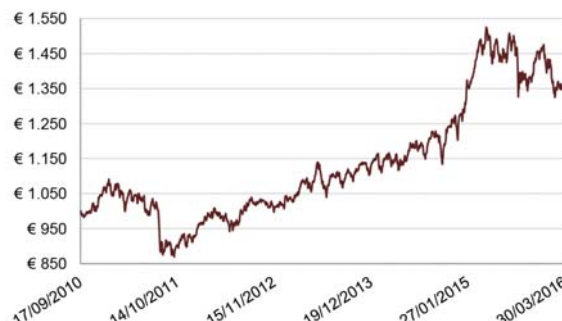
Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant pour 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).

Valeur nette d'inventaire (€)

| | |
|---------------------------------|----------|
| VNI au 31mars 2016 | 1.347,30 |
| VNI plus haut (10 avril 2015) : | 1.525,24 |
| VNI plus bas (3 octobre 2011) : | 869,16 |

Evolution de la VNI depuis le lancement



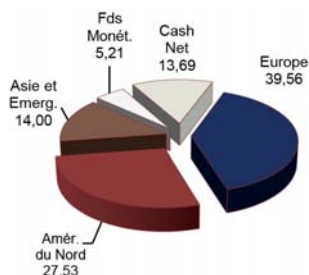
Concentration

| | |
|------------------------------------|----|
| Nbr. de fonds en portefeuille | 14 |
| Nbr. de nouveaux fonds achetés | 1 |
| Nbr. de fonds entièrement liquidés | 0 |

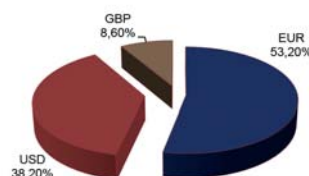
Principales positions en portefeuille

| Noms des Fonds | Région/Sect | Poids (%) | Nat.* | F.J.* | O.P.* |
|---|-------------|-----------|-------|-------|-------|
| Allianz Europe Eq Growth Select | Europe | 9,17 | LU | Sicav | Non |
| Varenne Valeur | Europe | 8,82 | FR | FCP | Non |
| First State Asian Pacific Leaders £ - B | Asie x Jap | 8,56 | UK | OEIC | Non |
| Henderson H Fd Pan European Alpha | Europe | 7,56 | LU | Sicav | Oui |
| T Rowe Price US Blue Chip Eq Fd - A | Etats Unis | 6,90 | LU | Sicav | Oui |

Allocation par région/secteurs (%)



Allocation par devise (%)



Caractéristiques

| | | | |
|---------------------------|----------------------------------|--|-----------------------|
| Nom : | LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF | Rémunération de distribution : | 1,0%/an |
| Domicile : | SICAV de droit belge UCITS IV | Droit de sortie : | Néant |
| Date de lancement : | 6 sept 10 | Commission distribution (négociable) max : | 3% |
| Devise : | EUR | TOB à la sortie : | 1,32% (max 2.000 EUR) |
| Risque ¹ : | 0 1 2 3 4 > 5 < 6 7 | Souscription minimum : | 1 action |
| Calcul de la VNI : | Journalière | Code ISIN : | BE62 0276 2975 |
| Date de règlement : | j+4 | Réviseur : | Mazars |
| Rémunération de gestion : | 0,5%/an | 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. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

* Légende : Nat.: Nationalité de l'OPC/OPCVM; F.J.: Forme juridique; OP.: Fonds faisant l'objet d'offre publique en Belgique.

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe D

Objectif et stratégie d'investissement

LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant pour 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 différentes 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.

Evolution de la VNI à fin de mois

| sept/14 | oct/14 | nov/14 | déc/14 | janv/15 | févr/15 | mars/15 | avr/15 | mai/15 | juin/15 | juil/15 | août/15 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 1.000 | 997,70 | 1.000,41 | 997,82 | 1.023,36 | 1.044,98 | 1.051,73 | 1.048,92 | 1.048,75 | 1.032,14 | 1037,21 | 1.009,25 |
| sept/15 | oct/15 | nov/15 | déc/15 | janv/16 | févr/16 | mars/16 | avr/16 | mai/16 | juin/16 | juil/16 | août/16 |
| 1.001,66 | 1.026,07 | 1.033,96 | 1.013,72 | 997,14 | 998,35 | 990,14 | | | | | |

Valeur nette d'inventaire (€)

| | |
|----------------------------------|----------|
| VNI au 31 mars 2016 | 990,14 |
| VNI plus haut (10 avril 2015) : | 1.070,67 |
| VNI plus bas (10 février 2016) : | 968,41 |

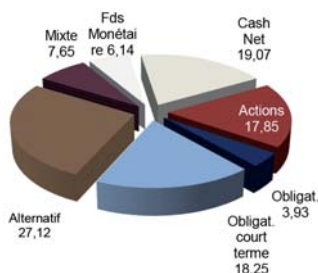
Principaux gestionnaires en portefeuille

Pimco Global Advisors Ltd (Irl)
Exane Asset Management
First Eagle Investment Management LLC
Allianz Global Investors Europe
Amundi Asset Management

Concentration

| | |
|------------------------------------|----|
| Nbr. de fonds en portefeuille | 14 |
| Nbr. de nouveaux fonds achetés | 0 |
| Nbr. de fonds entièrement liquidés | 0 |

Allocation par Univers et par devise (%)



Caractéristiques

| | | | |
|---------------------------|-------------------------------------|--|----------------|
| Nom : | LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF | Rémunération de distribution : | 0,6%/an |
| Domicile : | SICAV de droit belge UCITS IV | Droit de sortie : | Néant |
| Date de lancement : | 8 sept 14 | Commission distribution (négociable) max : | 3% |
| Devise : | EUR | Précompte mobilier libératoire : | 27% |
| Risque ¹ : | 0 1 2 3 > 4 < 5 6 7 | Taxe sur les opérations boursières : | Néant |
| Calcul de la VNI : | Hebdomadaire | Souscription minimum : | 1 action |
| Date de règlement : | j+4 | Code ISIN : | BE62 6980 7184 |
| Rémunération de gestion : | 0,4%/an | Réviseur : | Mazars |
| | | 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. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de résultats futurs et peuvent être trompeurs. Les chiffres tiennent compte des frais de gestion et les autres frais récurrents, mais non des frais d'entrée et de sortie ni des taxes boursières. (1) Le profil de risque est élaboré et recommandé par l'European Securities and Markets Authority (www.esma.europa.eu). Les VNI sont publiées dans les journaux L'Echo et De Tijd.

■ **Jeudi 21 avril 2016 : Conférence****La multigestion indépendante, un portefeuille global diversifié**

Langue : Français

Lieu / Heure : Spiroudôme, Rue des Olympiades, 2 - 6000 Charleroi / 19h

Orateur : Monsieur Carlo Luigi Grabau,
Administrateur chez Leleux Invest

Inscriptions : 0800/255 11

■ **Mercredi 11 mai 2016 : Conférence****Les opportunités d'investissement de Leleux Associated Brokers**

Langue : Français

Lieu / Heure : La Maison des Associations de la Louvière, 21-22 Place J.Mansart / 19h

Orateur : Le département de gestion de portefeuille de Leleux Associated Brokers

Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 19 mai 2016 : Conférence****Les sociétés immobilières réglementées (SIR),
alternative aux taux d'intérêt bas?**

Langue : Français

Lieu / Heure : Van der Valck Congres Hotel Mons, 7 Avenue Melina Mercouri / 19h

Orateur : Monsieur Dirk Peeters,
Analyste financier chez Leleux Associated Brokers

Inscriptions : 0800/255 11

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

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

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

25 mars 2016