

Edito

Le pire a été évité. Dans l'établissement de son budget pour l'exercice 2018, le gouvernement fédéral n'a finalement pas retenu l'option de la taxation des plus-values boursières. L'épisode chaotique de la taxe sur les plus-values spéculatives de 2016 aura certainement fait entendre raison aux négociateurs des quatre partis de la coalition du gouvernement fédéral.

Il faut néanmoins déplorer un certain nombre de nouvelles mesures frappant une nouvelle fois les épargnants en 2018. Au lieu de procéder à une refonte en profondeur de la taxe sur les opérations de bourse, en en rendant la base plus large et en en harmonisant les taux, ce qui aura permis d'en augmenter les recettes et l'aurait rendue moins indolore, les partis de la majorité fédérale semblent avoir choisi la facilité en remontant pour la cinquième fois consécutive le précompte mobilier à 30% et en alourdissant la taxe sur les opérations de bourse pour la sixième fois consécutive. En l'espace de 7 ans, le précompte mobilier aura donc doublé tandis que la TOB aura triplé sur la plupart de ses taux.

Et ce n'est malheureusement pas tout. Une nouvelle taxe frappant les épargnants verra le jour le 1^{er} janvier 2018, à savoir la taxe d'abonnement sur les comptes-titres. Les investisseurs paieront donc une taxe d'abonnement de 0,15% sur les comptes-titres dépassant les 500.000 euros d'avoirs par personne, soit une taxe minimale de 750 EUR par an. Le gouvernement a évidemment fait savoir qu'il y aurait une obligation de déclaration pour ceux qui détiennent plusieurs comptes-titres.

Dans sa volonté de circonscrire la mise en place de mécanismes particuliers visant à éviter la taxation des comptes-titres, le gouvernement Fédéral va élaborer plusieurs mesures anti-abus, visant la transmission d'un portefeuille d'investissement au conjoint ou aux enfants par exemple. A ce jour, les mesures pratiques ne sont pas encore arrêtées et font l'objet d'une négociation avec le secteur financier pour déterminer les modalités pratiques de la perception de la taxe.

Nous ne pouvons nous empêcher d'être critique envers ce nouvel impôt, tant sa mise en place va à

nouveau complexifier la vie des investisseurs et des professionnels du secteur financier. Plus fondamentalement, le manque d'ambition des partis de la coalition fédéral, qui se veulent réformistes, est criant et laisse à penser que seul le plus petit dénominateur commun peut encore être atteint. Que les épargnants et les investisseurs doivent contribuer à l'effort global d'assainissement des finances publiques et au financement de la réduction des cotisations patronales de sécurité sociale (le fameux tax shift) est accepté par tous et plus particulièrement par les épargnants. Mais que ceux-ci soient systématiquement la cible des projets du gouvernement, sans qu'une refonte approfondie et une mise à plat de la fiscalité de l'épargne, basée sur l'équité, sur la durabilité et sur le traitement égalitaire de tous les placements financiers, ne soient réalisées, cela, nous ne pouvons l'accepter.

Il semble que l'on continue de penser autrement dans notre Royaume, et que nos politiciens soient malheureusement coiffés de très grandes ceillères. Car ceux qui disposent des plus grands capitaux pourront toujours éviter la taxe controversée.

Ici, il nous faut mettre en garde, car les coûts et les risques potentiels associés à ces prétendues techniques d'évitement peuvent être beaucoup plus élevés que la taxe qu'on cherche à contourner.

C'est donc le bien-fondé d'un tel impôt que nous contestons. Il faudra en tirer les leçons, à l'aulne de la collecte, mais gageons que ce sera à nouveau décevant compte tenu de la mobilité des capitaux. Cette situation est donc susceptible d'aboutir à l'instauration d'un système complexe et inéquitable qui passerait à nouveau à côté des plus gros contributeurs potentiels. Equité fiscale, vous avez dit ?

Ces dernières années, Leleux Associated Brokers s'est fait fort de monter au créneau pour dénoncer le manque criant de discernement, de réalisme et d'équité des mesures fiscales annoncées qui touchent nos clients. Et nous ne baisserons certainement pas les bras en 2018.

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

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

Olivier Leleux
Président du Comité
de Direction



Les chiffres clés du mois

AEX 25 (Pays-Bas)

516,04 -1,8%⁽¹⁾ ↘
+6,8%⁽²⁾ ↗

BEL 20 (Belgique)

3.887,55 -1,4%⁽¹⁾ ↘
+7,8%⁽²⁾ ↗

CAC 40 (France)

5.085,59 -0,2%⁽¹⁾ ↘
+4,6%⁽²⁾ ↗

DAX (Allemagne)

12.055,84 -0,5%⁽¹⁾ ↘
+5,0%⁽²⁾ ↗

FTSE (G-B)

7.430,62 +0,8%⁽¹⁾ ↗
+4,0%⁽²⁾ ↗

SMI (Suisse)

8.925,45 -1,4%⁽¹⁾ ↘
+8,6%⁽²⁾ ↗

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.041,61 -1,3%⁽¹⁾ ↘
+1,0%⁽²⁾ ↗

DJIA (USA)

21.948,10 +0,3%⁽¹⁾ ↗
+11,1%⁽²⁾ ↗

NASDAQ (USA)

6.428,66 +1,3%⁽¹⁾ ↗
+19,4%⁽²⁾ ↗

TS 300 (Canada)

15.211,87 +0,4%⁽¹⁾ ↗
-0,5%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

19.646,24 -1,4%⁽¹⁾ ↘
+2,8%⁽²⁾ ↗

MSCI World

1.959,74 -0,1%⁽¹⁾ ↘
+11,9%⁽²⁾ ↗

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



Au niveau mondial, les indicateurs font état d'une croissance soutenue durant le deuxième trimestre 2017. L'inflation totale mondiale s'est modérée, reflétant l'affaiblissement du soutien apporté par les prix de l'énergie. Les conditions financières mondiales sont demeurées globalement favorables, en dépit d'une hausse des taux d'intérêts à long terme dans les économies avancées.

Nous anticipons une poursuite de la croissance des économies des pays avancés pour cette année et l'année suivante. Les moteurs de cette croissance devraient être les hausses de la consommation des ménages et des investissements des entreprises. Dans de nombreux pays, le marché du travail approche du plein-emploi. Mais, le taux d'inflation est bas et devrait rester inférieur au taux cible de la banque centrale. Dans ce contexte, les autorités monétaires devraient en Europe graduellement diminuer les stimulants monétaires tandis que la Fed devrait augmenter les taux d'intérêt directeurs plus rapidement que les marchés ne l'anticipent. Certaines des principales économies des marchés émergents sortent de la récession alors que la Chine devrait ralentir.

Aux Etats-Unis, l'activité économique s'est redressée au deuxième trimestre. La croissance du PIB s'est améliorée par rapport à la déception du trimestre précédent, les dépenses de consommation et les stocks se redressant par rapport aux très bas niveaux du premier trimestre. En outre, les tensions accrues sur le marché du travail, les très fortes hausses des prix des actifs et les indices de confiance des consommateurs soutiennent la croissance économique. Les investissements des entreprises se sont redressés, dopés par le rebond de l'industrie pétrolière. De plus, les exportateurs bénéficient de la reprise de la demande mondiale et de la faiblesse récente du dollar. L'intensification des tensions sur le marché du travail devrait entraîner une poursuite de la hausse de la croissance des salaires et de l'inflation. Cela devrait avoir pour conséquence que la banque centrale américaine augmente ses taux d'intérêt directeurs à 2,5% à l'horizon début 2019.

L'expansion économique généralisée et solide tirée par la demande intérieure se poursuit dans la zone euro. Les dépenses des ménages continuent d'augmenter et demeurent un déterminant important de l'expansion économique en cours. Toutefois, le résultat a été relativement faible par rapport à l'évolution de la consommation ces trois dernières années. Cela pourrait refléter un certain nombre de facteurs temporaires, notamment la hausse des prix du pétrole. Les investissements ont été stimulés par une amélioration de la confiance des entreprises et une diminution des risques politiques. L'investissement devrait continuer de contribuer de manière importante aux perspectives de croissance à moyen terme. Nous anticipons que la BCE réduise le montant de ses achats d'actifs obligataires au premier semestre de l'année prochaine. Comme l'inflation sous-jacente reste faible, la BCE devrait laisser les taux d'intérêts directeurs inchangés jusqu'en 2019.

Au Japon, l'expansion de l'activité économique se poursuit. La robustesse de la demande intérieure devrait soutenir l'activité, tandis que les exportations devraient ralentir. Les tensions sur le marché du travail subsistent avec un taux de chômage qui s'est établi à 3,1%. Toutefois, la progression des salaires est restée faible. La hausse des prix à la consommation a également été modérée. La Banque du Japon devrait probablement laisser sa politique monétaire inchangée et ce pendant une période plus longue que ne l'anticipe les marchés.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est nettement ralenti. Ce ralentissement a résulté d'une diminution de la consommation privée, les ménages commençant à ressentir l'effet conjugué de la hausse de l'inflation et de la baisse des salaires réels. Le taux d'inflation reste élevé en raison des tensions haussières exercées par la dépréciation de la livre sterling depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne. Malgré les signes de ralentissement du début d'année, nous anticipons que l'économie britannique devrait se reprendre. Les enquêtes conjoncturelles suggèrent que le ralentissement de la consommation des ménages devrait être compensé par la hausse des investissements et des exportations. Un éventuel assouplissement des mesures d'austérité fiscale devrait également soutenir l'activité. Nous anticipons que la banque centrale anglaise laisse sa politique monétaire inchangée. A partir de l'année prochaine, elle devrait augmenter lentement les taux d'intérêt.

La dynamique de l'économie chinoise reste robuste. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 6,9% en rythme annuel. La hausse des prix à la consommation est demeurée modérée. Cependant, l'endettement continue d'augmenter dans l'économie malgré les mesures prises par les autorités chinoises pour remédier aux risques sur les marchés financiers. Même si l'activité économique a été bonne au premier semestre, elle devrait ralentir au second semestre. La banque centrale chinoise a resserré sa politique monétaire, ce qui a eu pour effet de freiner la croissance du crédit. La politique monétaire de la Chine devrait probablement rester restrictive dans les mois à venir, même si les taux d'intérêt ne seront probablement pas relevés. Compte tenu du succès enregistré par les autorités chinoises pour réduire le rythme des sorties de capitaux, la devise chinoise devrait bientôt commencer à s'apprécier.

Les perspectives pour les prix des produits de bases sont mitigées. Les prix du pétrole sont susceptibles de rebondir dans la seconde moitié de l'année dans le cas où les stocks de pétrole diminuent aux Etats-Unis. De plus, le nombre de plates-formes de forage en activité aux Etats-Unis devrait se stabiliser. Les prix des métaux industriels sont susceptibles de baisser au cours du second semestre de par le probable ralentissement de la demande en provenance de la Chine.



Europe

Alors que l'arrivée au pouvoir en France d'Emmanuel Macron ravivait les espoirs d'un fort rebond des indices en zone euro, la soudaine hausse de l'euro est considérée comme le "cadeau empoisonné de l'été" (titre du journal Les Echos le 24/07/2017). Malgré cette "douche froide monétaire", le mois de mai - nous attendons les prochains chiffres- était le septième mois consécutif où les investisseurs étrangers ont acheté des actions de la zone euro, (pour un montant de plus de 45 milliards d'euros, soit le plus fort montant depuis décembre 2015). Bien qu'il reste encore timide au regard des sorties de capitaux en 2016, ce retour progressif des flux est le signe que la confiance des investisseurs reprend de la hauteur. Enfin, toujours coté bonne nouvelle, soulignons que la publication des résultats au deuxième trimestre 2017 était de bonne facture en zone euro : en moyenne, le chiffre d'affaires de sociétés est ressorti en croissance de 5% et les bénéfices par action à plus de 15% (l'écart entre ces deux chiffres s'expliquant principalement par la forte baisse des dépréciations d'actifs).

EURO STOXX 50



États-Unis

Avec l'arrivée de Donald Trump au pouvoir et ses promesses de réformes fiscales, la communauté des investisseurs attend avec impatience que la nouvelle administration passe de la rhétorique à la mise en pratique. A titre de rappel, le taux d'imposition des entreprises devrait passer de 35% à 15%, de quoi "booster" le bénéfice par action. Mais comme nous avons coutume à le rappeler, au niveau politique, "les promesses n'engagent que ceux qui y croient". Concernant la publication des résultats au deuxième trimestre 2017, les revenus ont progressé sur un an de 5% (comme en Europe donc) et les bénéfices par action de 9% (chiffres calculés sur base de l'indice large S&P 500, source Bloomberg).

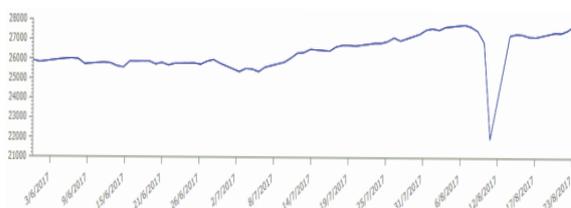
S&P 500



Pays émergents

Sur la période estivale, nous retenons que l'indice PMI chinois du sentiment économique des directeurs d'achat des entreprises industrielles a légèrement reculé de 51,7 en juin à 51,4 en juillet. Cet indicateur reste compatible avec une croissance économique robuste. En Russie à présent, le ministre de l'économie estime que la croissance du PIB devrait être proche de 2,7% au deuxième trimestre (en rythme annuel) grâce notamment à la hausse de la production industrielle.

HANG SENG



Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,25%	1,25%	20/09
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	21/09
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,10	22/09
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	107,9	25/09
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,60%	27/09
EMU	Confiance économique	-	111,9	28/09
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	1,10%	29/09
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	58,8	02/10
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	-	55,3	04/10
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	26/10
JAP	Produit Intérieur Brut	-	2,5%	15/11

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,12%	-18 ⁽¹⁾ ↓ -33 ⁽²⁾ ↓
EUR	
0,36%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +15 ⁽²⁾ ↑
Allemagne	
0,36%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +15 ⁽²⁾ ↑
Autriche	
0,56%	-14 ⁽¹⁾ ↓ +14 ⁽²⁾ ↑
Belgique	
0,67%	-16 ⁽¹⁾ ↓ +13 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,56%	+6 ⁽¹⁾ ↑ +18 ⁽²⁾ ↑
Finlande	
0,36%	-18 ⁽¹⁾ ↓ +1 ⁽²⁾ ↑
France	
0,66%	-14 ⁽¹⁾ ↓ -2 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
5,54%	+14 ⁽¹⁾ ↑ -157 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
0,69%	-15 ⁽¹⁾ ↓ -6 ⁽²⁾ ↓
Italie	
2,05%	-5 ⁽¹⁾ ↓ +23 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,49%	-16 ⁽¹⁾ ↓ +14 ⁽²⁾ ↑
Portugal	
2,83%	-5 ⁽¹⁾ ↓ -93 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2016
en points de base

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

Ces derniers mois ont été caractérisés par une hausse de l'euro, un dollar à proximité de son plus bas niveau depuis 2015 et une inflation inférieure aux attentes. Quel en est l'impact sur le taux d'intérêt et la politique monétaire ?

Fin juillet, l'inflation est restée en deçà des attentes. Aux États-Unis, cette baisse a cependant été causée par des facteurs spécifiques à certains secteurs. Un communiqué de presse du FOMC (Federal Open Market Committee, un composant du Federal Reserve System) nous a appris que les membres du FOMC s'attendaient à ce que l'inflation se stabilise autour de son objectif de 2 % à moyen terme. Il mentionnait également que la FED comptait commencer à réduire son bilan assez rapidement (en mettant un terme aux réinvestissements). On s'attend par conséquent à ce que la FED l'annonce au terme de sa réunion de septembre, dans le cadre d'une nouvelle série de prévisions trimestrielles. Un nouveau relèvement des taux directeurs n'est cependant attendu qu'en décembre. La BCE a également laissé sa politique monétaire et sa "guidance" inchangée au terme de sa réunion de juillet. Dans sa dernière déclaration, elle rappelle qu'elle poursuivra les rachats d'actifs (60 milliards d'euros par mois depuis avril 2017) jusqu'à la fin de l'année et que les taux d'intérêt seront maintenus au niveau actuel jusqu'au terme de ces rachats. Comme M. Draghi l'avait déjà affirmé à la conférence annuelle de Sintra, le risque de déflation semble cependant écarté. On peut ainsi supposer que les années de stimuli monétaires vont bientôt prendre fin. La BCE devrait annoncer un calendrier de réduction de son bilan en octobre. Cette réduction du bilan devrait commencer en 2018, et les taux directeurs devraient par conséquent rester inchangés jusqu'en 2019. La récente hausse de l'euro n'y changera rien. Jusqu'à présent, celle-ci n'exerce en effet aucune pression baissière sur l'inflation. De plus, l'euro fluctue toujours sous sa moyenne à long terme, ce qui ne plaide pas non plus pour une intervention. L'euro pourrait même s'affaiblir légèrement d'ici la fin de l'année, lorsque les marchés intégreront le relèvement des taux aux États-Unis.

Un mois plus tard, le "Jackson Hole Economic Policy Symposium" s'est tenu aux États-Unis. Il réunit des dirigeants de banques centrales du monde entier qui y échangent avec des économistes, banquiers, dirigeants politiques... C'est principalement un événement

académique, mais les allocutions de Draghi et de Yellen étaient très attendues, surtout dans le cadre de leur "forward guidance" (c'est-à-dire les indications politiques destinées à influencer la vision du marché concernant les taux d'intérêt futurs). Beaucoup attendaient que Draghi donne des indices sur la réduction de son programme de rachat d'actifs. En 2014, Draghi avait par exemple déclaré qu'il n'était plus à même d'accroître l'inflation sans aide, un signe avant-coureur du programme de rachats à grande échelle qui démarrerait six mois plus tard. Cette fois, il n'a cependant rien laissé paraître de ses intentions. Draghi s'est contenté de déclarer que la reprise économique était un fait. Cela semble confirmer que la BCE ne s'inquiète pas de la hausse de l'euro et que le raidissement monétaire prévu sera annoncé selon toute vraisemblance à l'automne. Selon Draghi, une augmentation de l'activité est cependant nécessaire pour stabiliser cette reprise, ce qui n'est possible que dans un climat de commerce mondial ouvert. Il a également souligné l'importance des transferts transfrontaliers des capitaux, qui doivent en outre être suffisamment réglementés. Yellen a également mis en garde contre une réduction rapide et irréfléchie de la régulation actuelle du secteur financier. Les deux présidents de banques centrales ont donc lancé un avertissement clair au président américain Donald Trump. À l'instar de Draghi, Yellen n'a en revanche donné aucune indication concernant la politique monétaire prévue et la normalisation du bilan. Beaucoup dépendra de l'éventuel successeur de Yellen. Le président Trump a en tout cas déclaré qu'il préférerait un président favorable à des taux bas. Ce, parce que des taux significativement plus élevés pourraient constituer un frein à ses promesses d'augmentation du plafond de l'endettement, de baisse des impôts et d'accroissement des dépenses d'infrastructure. Cela peut donner à penser qu'un candidat républicain est exclu, et qu'il faut plutôt s'attendre à un nouveau mandat pour Yellen ou à la nomination de Gary Cohn (National Economic Council). En tout cas, on ne prévoit que de légères adaptations à la trajectoire monétaire actuelle en cas de (ré)élection de Yellen ou Cohn. Un nouveau président de la FED comme Cohn aurait cependant une grande influence sur la mise en œuvre de la réglementation financière. Il est ainsi un partisan d'une baisse des exigences capitalistiques et d'une réduction des stress-tests.



Après un faux-signal du président de la BCE sur une politique moins accommodante début juin, "Super Mario" a rectifié le tir en annonçant qu'il fallait être "persévérant, patient et prudent" et qu'un "niveau très important de soutien monétaire est encore nécessaire". Entre temps les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus risqués entraînant le taux dix ans allemand à un pic de 60 points de base (le 13 juillet 2017). Depuis lors, les obligations ont bien performé. Celles à haut rendement sont ressorties en tête, suivies par les obligations de qualité. Les obligations souveraines quant à elles sont restées pratiquement inchangées. Du côté des Etats-Unis, l'incapacité de Donald Trump à mettre en place ses politiques, les tensions avec la Corée du Nord et la baisse de l'inflation expliquent l'engouement pour des valeurs refuges, permettant ainsi aux bons du Trésor américains de bien performer. Ces différents événements ont créé quelques remous sur les marchés d'actions mais n'ont pas impacté les marchés obligataires étant donné les bons fondamentaux.

Les principaux catalyseurs des spreads sont l'évolution du 'Quantitative Easing' et le volume des nouvelles émissions. L'attention des marchés sera également tournée vers les décisions de la Banque centrale américaine. Le marché associe une probabilité de 30% d'une hausse des taux d'intérêt directs d'ici la fin de l'année. Le motif qui fait douter les marchés est la faiblesse de l'inflation américaine. Elle est sous la cible des 2% de la Fed, et ce, malgré les bonnes statistiques économiques. Les taux en dollars américains, nettement plus favorables, ont permis aux obligations américaines de mieux performer que leurs comparses européennes. Depuis le début d'année, la performance atteint même 5,4% pour les obligations 'high yield' libellées en dollars américains. En août, le volume des nouvelles émissions obligataires d'entreprise libellées en euros est resté faible : un cinquième du volume émis en juin. Le mois de septembre devrait se caractériser par un retour de l'activité sur le marché primaire. Les investisseurs anticipent de nouvelles émissions pour un montant de 40 milliards d'euros.

Le 22 août, l'Etat belge a annoncé les conditions du prochain Bon d'Etat : le rendement offert est de 0,65% pour une échéance de dix ans, soit 5 points de base de moins que l'émission du trimestre précédent. Autant dire que l'enthousiasme des épargnants ne devrait pas être au rendez-vous. Les derniers commentaires encourageants, de Mario Draghi à Jackson Hole sur les effets bénéfiques de sa politique monétaire accommodante, ont permis à la courbe des taux d'intérêt de rester inchangée.

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

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

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/08/17	Variation depuis 31/12/16
Investment Grade		
AAA	1,03%	-14
AA	0,92%	-4
A	0,69%	2
A	0,84%	-11
BBB	1,28%	-22
High Yield	2,45%	-80

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/08/17	Variation depuis 31/12/16
Euribor 3 mois	-0,33%	-1
OLO 2 ans	-0,56%	11
OLO 5 ans	-0,24%	16
OLO 7 ans	0,12%	24
OLO 10 ans	0,66%	12
OLO 30 ans	1,72%	12

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CAD	BMW Canada	1,830%	15.06.2021	97,50%	2,53%	I+	CA05590HAQ08	1.000
GBP	Total	1,250%	16.12.2024	98,60%	1,45%	I++	XS1681522568	1.000
USD	Apple	2,900%	12.09.2027	99,10%	3,00%	I++	US037833DB33	2.000
USD	HP Enterprise	2,100%	04.10.2019	100 00%	2,10%	I	USU42832BP66	1.000
USD	Visa	3,650%	15.09.2047	99,50%	3,68%	I+	US92826CAJ18	2.000
TRY	IBRD	8,250%	04.03.2022	93,30%	9,92%	I+++	XS1198022706	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)

0,84 -0,6%⁽¹⁾ ↓
-11,7%⁽²⁾ ↓

GBP/EUR (G-B)

1,09 -2,7%⁽¹⁾ ↓
-7,5%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,76 -0,3%⁽¹⁾ ↓
-6,1%⁽²⁾ ↓

NOK/EUR (Norvège)

0,11 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-1,6%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,45 0,00⁽¹⁾ =
0,00⁽²⁾ =

CHF/EUR (Suisse)

0,88 +0,3%⁽¹⁾ ↑
-6,1%⁽²⁾ ↓

AUD/EUR (Australie)

0,67 -1,3%⁽¹⁾ ↓
-2,5%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,67 -0,6%⁽¹⁾ ↓
-4,9%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,83 0,00⁽¹⁾ =
+3,5%⁽²⁾ ↑

PLN/EUR (Pologne)

0,24 +0,2%⁽¹⁾ ↑
+3,7%⁽²⁾ ↑

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,33 -0,5%⁽¹⁾ ↓
+1,3%⁽²⁾ ↑

SEK/EUR (Suède)

0,11 +1,1%⁽¹⁾ ↑
+1,3%⁽²⁾ ↑

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

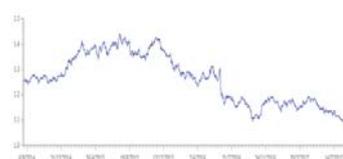
USD/EUR

L'élection d'Emmanuel Macron, les déboires politiques de Donald Trump, l'amélioration des données économiques en zone euro ainsi que le manque d'information sur la politique monétaire aux Etats-Unis poussent l'euro à la hausse face au dollar.



GBP/EUR

On n'y est pas encore tout à fait, mais la baisse de la livre sterling s'accélère et la parité de £1 = €1 est proche. La chute de la monnaie britannique est directement liée au Brexit et au rebond généralisé de l'euro.



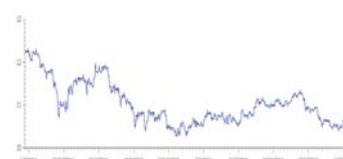
TRY/EUR

Malgré les soubresauts politique en Turquie, force est de constater que la livre turque reste stable ces dernières semaines.



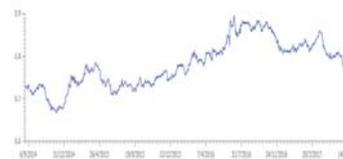
NOK/EUR

La couronne norvégienne continue de s'apprécier. L'un des catalyseurs de ce rebond est la publication d'un chiffre de la croissance supérieur aux attentes. D'un trimestre sur l'autre, l'économie norvégienne a progressé de 1,1% contre un consensus de 0,6%.



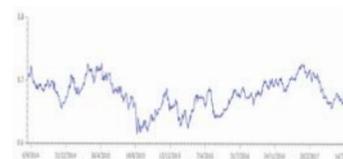
JPY/EUR

Sur les deux derniers mois, la volatilité a été très faible.



AUD/EUR

Là encore aucun mouvement important à constater sur cette paire de devise.





Performance boursière

Pendant les mois de juillet et d'août, le taux à 10 ans a baissé de 14 points de base, passant de 0,80% fin juin à 0,66% fin août. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour établir les valorisations) n'a pas autant baissé (-8 points de base à 1,14%), ce qui a entraîné un léger raidissement de la courbe des taux.

Ces deux derniers mois, les SIR ont engendré un return total (coupons inclus) de 0,8%. Ce return a cependant été entièrement réalisé en juillet, alors que le mois d'août a été marqué par un return négatif de 0,2%. La plus grosse baisse du mois d'août est enregistrée par Retail Estates (-4,7%). Les hausses les plus importantes sont celles de Montea (+5,5%) et Retail Estates (+3,0%).

12 SIR ont publié leurs résultats trimestriels pendant l'été, dont celles que nous mentionnons qui figurent dans nos portefeuilles discrétionnaires.

Information financière

Befimmo a publié des résultats trimestriels conformes à ses prévisions. Le résultat opérationnel avant résultats sur le portefeuille a progressé de 8,9% à 60,2 millions EUR. La plus-value réalisée (env. 21,7 millions EUR) sur la transaction Brederode a donné lieu à un bénéfice net de 94,5 millions EUR contre 9,9 millions EUR pour le premier semestre 2016. Befimmo a obtenu le permis de bâtir pour le projet Quatuor. Les travaux pourront ainsi commencer au T1 2018. Beobank a déjà signé un bail pour 22.000 m². Beobank loue actuellement le bâtiment "La Plaine" dans la partie décentralisée de Bruxelles.

Cofinimmo a vu son résultat opérationnel avant résultats sur le portefeuille progresser de 7,6% à 85,9 millions EUR. Le résultat net du cœur d'activité (hors résultats financiers et réévaluation des instruments de couverture) s'élevait à 69,3 millions EUR. Cofinimmo confirme ses prévisions 2017, un résultat net courant de 6,49 EUR par action et un dividende brut de

5,50 EUR par action. AXA Belgium quittera le site d'Auderghem début août 2017, ce qui entraînera la disparition d'environ 5% des revenus locatifs. Cofinimmo compensera ce manque à gagner par les revenus locatifs des nouveaux investissements qui ont été effectués en Allemagne et aux Pays-Bas. Les perspectives pour 2017 sont donc restées inchangées.

Intervest Offices & Warehouses a vu ses revenus locatifs nets au S1 2017 baisser de 9,2% à la suite de la vente de cinq bâtiments en juin 2016 et du départ de Deloitte de Greenhouse BXL en janvier 2017. Le bénéfice EPRA par action s'élevait à 0,74 EUR (-16%). INTO prévoit un résultat EPRA pour 2017 compris entre 1,50 EUR et 1,58 EUR par action, avec un dividende brut minimum de 1,40 EUR. Le redéveloppement de Diegem Campus (Greenhouse BLX) devrait commencer au T2 2018, et INTO prévoit la signature des premiers contrats de bail en 2017. Si INTO parvient à relouer plus vite que prévu Greenhouse BXL, il se pourrait que le dividende doive être relevé pour 2018.

WDP a publié d'excellents résultats pour le S1 2017. Le bénéfice EPRA a gagné 17,6% à 57,2 millions EUR. Le bénéfice par action EPRA a progressé de 2,0% à 2,67 EUR. L'effet de dilution provoqué par l'augmentation du capital de 178 millions EUR en novembre 2016 s'est donc déjà dissipé. WDP a par conséquent relevé ses prévisions pour 2017 et prévoit à présent un bénéfice EPRA de minimum 5,50 EUR (au moins 5,35 EUR auparavant) par action, ce qui permettrait de distribuer un dividende brut de 4,50 EUR (4,45 EUR auparavant) par action.

XIOR a publié d'excellents résultats opérationnels pour le S1 2017 (+97,0% ou +81% après correction pour IFRIC 21) sur fond de croissance rapide du portefeuille (+66,2% à 356,6 millions EUR). L'accélération (x5) de la hausse du bénéfice net s'explique par une plus-value de réévaluation de 1,2 million EUR de plusieurs couvertures sur taux. XIOR confirme ses objectifs pour 2017 avec un bénéfice EPRA attendu de 1,40 EUR par action et donc un dividende brut de 1,20 EUR. Le résultat locatif net du S1 2017 (+56,3%) va encore augmenter puisque plusieurs acquisitions sont prévues pour le S2 2017.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/07/17	31/12/16	31/08/16		
Aedifica	81,65	5,5%	20,8%	24,1%	26,4	2,8%
Care Property Invest	19,89	-0,6%	0,3%	5,8%	26,2	3,5%
XIOR	37,00	1,0%	12,1%	13,5%	26,4	3,2%
Home Invest Belgium	95,45	1,0%	1,3%	1,3%	32,9	4,4%
QRF	24,50	0,4%	-8,9%	-4,7%	15,9	5,6%
Retail Estates	72,71	-4,7%	0,9%	-5,1%	14,7	4,8%
Vastned Retail Belgium	45,00	-2,5%	-11,9%	-12,2%	18,4	5,4%
Ascencio	61,00	-1,6%	-2,6%	-1,6%	14,7	5,5%
Wereldhave Belgium	98,75	-1,2%	-3,6%	-7,3%	17,1	5,3%
Warehouses Estates Belgium	61,93	3,0%	-3,7%	-0,7%	17,1	5,7%
Leasinvest Real Estate	100,00	-2,1%	-0,6%	-0,2%	18,2	5,0%
Befimmo	52,78	0,7%	0,6%	-5,6%	14,2	6,5%
Cofinimmo	108,40	1,0%	4,9%	3,2%	16,4	5,1%
Montea	47,50	-1,8%	6,8%	8,5%	18,5	4,6%
WDP	95,00	1,3%	17,3%	14,3%	17,4	4,7%
Intervest Offices & Warehouses	22,22	-2,5%	-1,2%	-4,6%	13,0	6,3%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ KBC GROEP (ISIN BE0003565737 - 69,36 EUR)

■ Profil

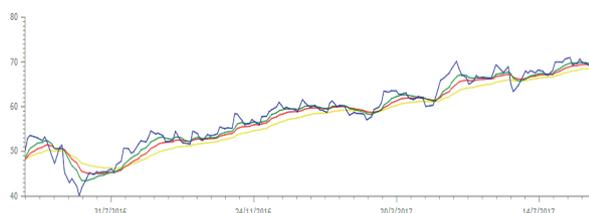
KBC Groupe figure parmi les principaux groupes de bancassurance belges. L'activité s'organise autour de 3 pôles :

- banque : activités de banque de détail, de banque privée, de banque de financement et de marché. A fin 2016, le groupe dispose d'un réseau de 1.456 agences bancaires, dont 427 implantées en Belgique. KBC Groupe gère 177,4 Mds EUR d'encours de dépôts et 152,1 Mds EUR d'encours de crédits ;
- assurance : assurance vie (52,5% des primes brutes acquises) et non vie (47,5%) ;
- gestion d'actifs.

La répartition géographique des revenus est la suivante : Belgique (64,9%), République Tchèque (18,5%), Hongrie (7,1%), Slovaquie (4,6%), Irlande (3,4%) et Bulgarie (1,5%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 12,55x
Cours/Actif Net : 1,69x
Rendement : 4,35%



■ Notre opinion

Très bon résultat au deuxième trimestre

Sous sa forme actuelle, le groupe KBC a été créé suite à la fusion de deux banques belges (Kredietbank et CERA Bank) et d'une compagnie d'assurance belge (ABB). L'activité principale est la bancassurance, environ 10 millions de clients. Les six principaux marchés sont : la Belgique, la République tchèque, la Slovaquie, la Hongrie, la Bulgarie, ainsi que l'Irlande. KBC distribue ses produits à travers un réseau de plus de 1.456 agences bancaires, et autres canaux de distributions.

KBC a réalisé un bénéfice net de 855 millions d'euros pour 2Q17. Le revenu brut a augmenté de 5,0% à 1.980 millions d'euros, en dépit du fait que le revenu net d'intérêt (-3,9%) et le revenu d'investissements (-59,4%) ont été plus faibles. Cela a été compensé par des réévaluations positives et le revenu net des commissions (+19,4%).

Les charges d'exploitation sont restées stables. KBC a fait une reprise de 71 millions d'euros de dépréciations (en particulier en Irlande). Le ratio du coût du crédit pour 2Q17 est par conséquent négatif.

La solvabilité de la banque (15,7% - à pleine charge) et de la branche assurance (217%) est restée très forte. Les positions de la liquidité à long terme (Net Stable Funding Ratio) et à court terme (Liquidity Coverage Ratio) restent également très élevées. KBC versera un dividende intérimaire brut de 1,00 EUR, ex-coupon le 15 novembre 2017.

La réforme du régime de l'impôt sur les sociétés prévue en Belgique aura un impact négatif estimé à 230 millions d'euros en 2H17.

Chiffres (Mln euros)	2Q16	2Q17	Δ%
Revenus	1.885	1.980	5,0%
Coûts d'exploitation	-904	-910	0,7%
Impairments	-71	71	n.a.
Résultat net	721	855	18,6%
Capitaux propres	14.834	16.665	12,3%
ROE – opérationnel	18%	20%	

■ Une des banques les plus solvables en Europe

Fin juin 2017, le groupe KBC a publié un ratio common equity sous Bâle III (phase-in) de 15,8%. A présent, si l'on tient compte de la suppression progressive de certains éléments de capital pris en compte sous Bâle II non permis en fonds propres d'ici à 2019, le ratio Bâle III (fully loaded) atteint les 15,7%.

La BCE impose une exigence de capital minimum de 9,75% (CET1) et la Banque nationale belge a imposé sur 2016 un « matelas de sécurité » (fonds propres) supplémentaire de 0,5%. Au cours d'une période de trois ans et de façon linéaire, ce matelas de sécurité atteindra les 1,5% en 2018, soit un ratio minimum de 11,40%. KBC répond déjà aujourd'hui à cette exigence de capital.

■ Conseil

KBC est l'une des banques les plus rentables en Europe (ROE 20%) avec des flux de trésorerie solides et un degré élevé de solvabilité. Ces éléments justifient un objectif de cours à 65 EUR et une opinion à "Conserver".

■ Analyse Technique

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

La principale résistance se situe à 69,80 EUR et la résistance intermédiaire à 69 EUR. Au niveau des supports, la zone la plus importante se situe vers les 63 EUR, et la zone intermédiaire à 68,50 EUR.

A ce jour, le profil de risque de KBC résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



■ SOCIÉTÉ BIC (ISIN FR0000120966 - 100 EUR)

■ Profil

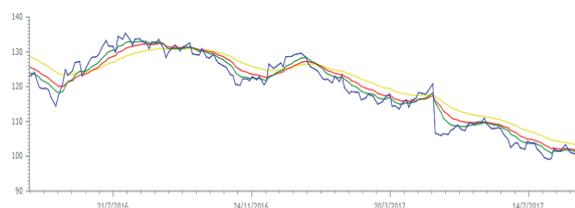
Bic figure parmi les 1^{ers} fabricants mondiaux d'articles de papeterie, de briquets et de rasoirs. Le CA par famille de produits se répartit comme suit à fin 2016 :

- articles de papeterie (32,4%) : stylos à bille, crayons, porte-mines, feutres, stylos correcteurs, gommes, marqueurs permanents, colles, blocs-notes adhésifs, etc. ;
 - briquets non rechargeables (30,6%) ;
 - rasoirs (20,6%) ;
 - autres (2,7%) : notamment articles de sport (planches à voile, surfs, etc.), piles, aimants, collants, etc.
- Le solde du CA (13,7%) concerne les produits publicitaires et promotionnels (instruments d'écriture, calendriers, sacs, etc.).

La répartition géographique du CA fin 2016 est la suivante : France (8,5%), Europe (18,4%), Amérique du Nord (40,1%) et autres (33%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 16x
Cours/Actif Net : 2,35x
Rendement : 3,45%



■ Notre opinion

Une marque de renommée mondiale

Qui a dit qu'il était impossible de faire fortune avec des produits jetables ? En l'espace de 70 ans, la famille Bich a transformé une petite fabrique d'encre en un mastodonte de produits de très grande consommation au niveau mondial.

Positionné dans un secteur défensif, le Groupe BIC enregistre une croissance régulière de ses revenus (CAGR de 3,4% par an depuis 2006) et très peu corrélée avec le cycle économique mondial (recul de seulement 2% des ventes en 2008). Sur cette même période, le bilan comptable progresse en moyenne de 5% chaque année, un développement reposant à la fois sur la croissance interne (création de filiales) et la croissance externe (achats ou prise de participation dans des entreprises déjà bien implantées sur leur marché). In fine, le Groupe Bic détient des positions dominantes sur 3 de ses 4 marchés : Papeterie (32% du CA ; n°2 mondial), Briquets (30% du CA ; n°1 au monde) et Rasoirs (21% du CA ; n°2 en Europe et aux Etats-Unis).

La structure financière reste très solide : les capitaux propres représentent 70% du bilan (un niveau stable depuis plus de 15 ans) et la dette à long terme est inexistante. Cette gestion rigoureuse des finances n'est pas anodine et trouve

certainement son explication dans la structure actionnariale (le capital est verrouillé par la famille fondatrice Bich : 43% du capital et 59% des droits de vote au S1 2017). Sur base de ces éléments, la note de crédit du Groupe est placée en Investment Grade (source Bloomberg).

Compte tenu du secteur d'activité et du business model, la capacité d'autofinancement, le cash-flow opérationnel et les FCF ont toujours été en territoire positif depuis l'année 2000. Ces éléments permettent ainsi au Groupe de générer intrinsèquement ses propres ressources financières. Toujours concernant les FCF, l'on soulignera que le Groupe BIC fait partie des entreprises qui enregistrent un degré élevé de conversion des revenus en FCF (>5%), signe d'un avantage compétitif dans son secteur.

Pour l'ensemble de l'année 2017, le Groupe Bic a ajusté ses objectifs mais dans des proportions limitées contrairement aux craintes du consensus. Le Groupe table dorénavant sur une croissance organique des revenus compris entre +3% et +4% (contre précédemment entre +4% et +5%). La révision des objectifs provient de la volatilité de certains marchés et d'un ralentissement de la consommation au Brésil. Malgré ces éléments, le Groupe BIC prévoit désormais un recul moins important que prévu de sa marge d'exploitation "normalisée" en 2017 (+/- 20%), soit inférieur à 1 point de pourcentage.

Entre fin 2015 et aujourd'hui, le cours de bourse est passé de 160 EUR à 100 EUR (-35%). Sur base des multiples de valorisation en historique sur 5 ans (P/E, P/B, EV/EBITDA, etc.) la valeur implicite du cours de bourse devrait se situer entre 110 et 119 EUR, et entre 106 EUR et 129 EUR sur base des paires du secteur (source Bloomberg). Sur base du modèle DCF (actualisation de la valeur des cash-flows), la légère révision à la baisse des perspectives ainsi que le léger rebond des risques (arrivée des cigarettes électroniques, nouvelles réglementations de la FDA aux Etats-Unis) ont entraîné une diminution de la valeur intrinsèque. Sur base de la dernière publication des résultats, l'objectif de cours du consensus pointe vers les 120 EUR.

■ Résultats

Le Groupe Bic a publié un résultat net de 129,6 millions d'euros, en baisse de 7,5%. Le résultat d'exploitation normalisé du premier semestre est ressorti à 219,4 millions d'euros soit une marge d'exploitation normalisée de 20,6%. Le chiffre d'affaires du premier semestre s'est lui établi à 1.062 milliard d'euros, en croissance de 3,0 % en publié et de 0,3 % à base comparable. Les chiffres d'affaires de l'Europe et des marchés en croissance ont progressé respectivement de 3,7% et de 2,3%. L'Amérique du Nord a reculé de 3,7 % à base comparable.

S'agissant des perspectives, le Groupe Bic s'attend désormais une croissance organique du chiffre d'affaires 2017 comprise entre 3% et 4% et d'un recul de la marge d'exploitation normalisée 2017 inférieur aux - 100 points de base initialement prévus.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ NN GROUP (ISIN NL0010773842 - 35,02 EUR)

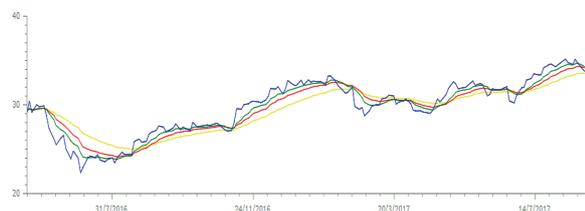
■ Profil

NN Group est un groupe d'assurance et de services de gestion qui propose une gamme complète de services dans les domaines de la retraite, de l'assurance vie, de l'assurance non vie, de la gestion de placements, mais aussi des services bancaires, aux Pays Bas uniquement, destinés aux commerces de détail, aux petites et moyennes entreprises (PME), aux sociétés et aux institutions.

Le groupe est également très présent dans le domaine de l'assurance vie et des retraites au Japon ainsi que dans un certain nombre de pays européens (notamment la Pologne, la Hongrie et la Roumanie). Il occupe aussi une place croissante en Turquie. L'activité assurance de NN Group évolue sur les marchés mûrs d'Europe de l'Ouest, au Japon ainsi que sur les marchés croissants d'Europe centrale, d'Europe de l'Est (CEE) et de Turquie.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 9,86x
Cours/Actif Net : 0,48x
Rendement : 6,57%



■ Notre opinion

2017 : l'année de l'acquisition de Delta Lloyd

NN Group a vu son bénéfice d'exploitation en 2Q17 augmenter de 25,9% à 404 millions d'euros, dont 49 millions d'euros provenant de Delta Lloyd. Les bons résultats ont été principalement tirés par la bonne performance de la Vie aux Pays-Bas (+50,2% à 290 millions d'euros, + 21,2% hors Delta Lloyd) en raison de bons revenus de placement et de coûts administratifs plus bas. En Non-Vie aux Pays-Bas, une perte de 27 millions d'euros a été enregistrée. Les autres divisions opérationnelles affichaient une forte croissance.

Les coûts d'exploitation sont bien maîtrisés avec un ratio coût / revenu qui est passé de 33,5% à 31,8%. La nouvelle production en assurance vie (APE) a progressé de 43,1% à 400 millions d'euros. Le ratio combiné aux Pays-Bas s'est détérioré de 7,6 points à 107,4%. Au cours du trimestre, NN Group a généré un flux de trésorerie disponible de 34 millions d'euros et dispose ainsi désormais d'une trésorerie de 1,7 milliards d'euros.

NN Group versera un dividende intérimaire optionnel de 0,62 euros par action, ex-coupon le 21 août 2017 et payable le 11 septembre.

Chiffres (Mln euros)	2Q16	2Q17	Δ%
Revenus primes brutes	2.021	2.946	45,8%
Résultat opérationnel	321	404	25,9%
Résultat net	335	240	-28,4%
Capitaux propres	25.243	21.824	-13,5%
ROE – opérationnel	8,6%	10,7%	

Le ratio de solvabilité de NN Group a baissé de 238% fin mars 2017 à 196% fin juin 2017, ce qui était mieux que les attentes des analystes (c. 185%). L'effet négatif de 49% de l'intégration de Delta Lloyd et a été partiellement compensé par les bons résultats opérationnels et les fluctuations de marchés.

Il était frappant de voir que la solvabilité de NN Vie augmentait au cours du trimestre de 197% à 220%, tandis que celle de Delta Lloyd est restée inchangé à 139%. Delta Lloyd utilise un modèle de calcul standard (nécessitant plus de capital), alors que NN Vie utilise un modèle de risque interne (nécessitant moins de capital).

NN Group ne donne pas des prévisions pour l'année en cours. L'effet dilutif des dividendes payés en actions, sera neutralisé par un programme d'achat d'actions. En 4Q17, NN Group prévoit de réaliser une plus-value de c. 250 millions d'euros sur la vente de sa participation en Unilever.

Conseil

Depuis le point bas après l'annonce du Brexit, le cours de l'action de NN Group a fortement progressé et a presque atteint son niveau le plus haut depuis sa cotation en bourse.

La valeur intrinsèque ressort à 35,00 EUR par action, mais nous utilisons un objectif plus prudent situé à 33 EUR pour tenir compte de l'acquisition majeure en 2017. Au cours actuel, nous sommes à "Conserver".

■ Analyse technique

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

La résistance majeure se situe à 34,13 EUR. Le support majeur se situe à 29,69 EUR et le support intermédiaire se situe à 33,59 EUR.

A ce jour, le profil de risque de NN résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



■ PROXIMUS (ISIN BE0003810273 - 29,80 EUR)

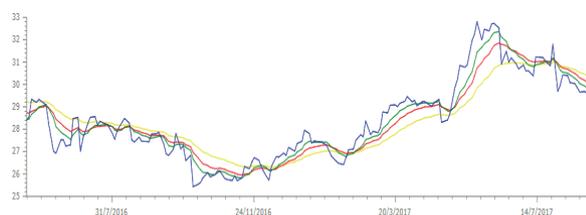
■ Profil

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

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

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	16,4x
Cours/Actif Net :	3,5x
Rendement :	5%



■ Notre opinion

Le rendement compense la faible croissance

Résultat du 2^{ème} trimestre 2017

Le Groupe Proximus a publié un chiffre d'affaires au T2 2017 de 1.417 millions d'euros, soit un recul de 2,9% sur un an et de 2,5% en-dessous des attentes du consensus. Concernant l'EBITDA, il progresse de 0,4% par rapport à 2016, soit un niveau en ligne avec les attentes. Les investissements (CAPEX) se sont établis à 281 millions d'euros (20% des revenus) soit un niveau en accélération et qui s'explique par le plan de déploiement de la fibre dans 4 villes (Bruxelles, Gand, Anvers, Charleroi).

Dans le détail des activités nous retenons :

Consumer (51% du CA) : dans le mobile, Proximus a gagné 44.000 nouveaux clients postpayés au T2 grâce essentiellement aux activités de promotions. En outre, Proximus a réussi à capter 17.000 clients en TV et 15.000 nouveaux clients dans l'internet fixe. L'ensemble des efforts promotionnels ont mécaniquement pesé sur l'ARPU Consumer Voice (à 20,4 EUR contre 20,9 EUR au T2 2016) et sur l'ARPU Consumer broadband (28,3 EUR contre 28,8 EUR au T2 2016).

Entreprise (24% du CA) : recul de -1,8% en comparable sur un an. Sur ce segment, le Groupe reste confronté à un marché compétitif à la fois sur le segment mobile que sur le fixe.

BICS (22% du CA) : la filiale des services internationaux enregistre un recul important de ses revenus au T2 (-13% sur un an). La baisse s'explique à la fois par un "mix de destinations moins favorable" et par une hausse de la volatilité et de la concurrence sur le marché.

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

En prenant en compte les perspectives actuelles du Groupe notre modèle de valorisation par actualisation des flux de trésorerie (DCF) pointe un objectif de cours proche des 30 EUR. A titre de rappel, compte tenu du faible taux d'actualisation, la moindre augmentation des taux long en Belgique aura un impact négatif assez significatif sur notre modèle de valorisation (et inversement). Les multiples de valorisation sont élevés en absolu mais cela s'explique plus selon nous par la qualité du dossier (bilan financier sain + rendement élevé du titre + rating "A1" par Moody's et "A" par Standard & Poor's) que par la croissance potentielle des bénéfices futurs : le titre est à classer parmi les valeurs de rendement, ni plus ni moins.

Enfin, sur base de la politique de dividende actuelle et des estimations, le paiement du dividende est couvert par le FCF (sur base de nos estimations le FCF payout se situe proche des 90%).

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

■ Tendances techniques

Techniquement parlant, le titre Proximus 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 27,80 EUR et le support intermédiaire à 28,65 EUR. La résistance majeure se situe à 32,98 EUR et la résistance intermédiaire à 29,77 EUR.

A ce jour, le profil de risque du titre Proximus résultant des mesures de risque absolues et relatives peut être qualifié de faible.



■ Environnement

La période traditionnellement calme de l'été a été brutalement interrompue par la résurgence du risque politique avec la montée des tensions entre les Etats-Unis et la Corée du nord et les attentats terroristes en Espagne. Ces événements ont inquiété les investisseurs, provoqué un regain de volatilité et entraîné certains marchés en territoire négatif. Dans le même temps, les données macroéconomiques restent positives, avec des chiffres de la croissance qui ont été meilleurs qu'attendus, notamment en Europe, au Japon et au Brésil. Ces statistiques confirment que la reprise économique mondiale reste solide. Les actions des pays développés ont enregistré une performance légèrement négative au cours du mois d'août. La performance des marchés d'actions des pays émergents a été meilleure. Ceux-ci ont bénéficié de la faiblesse du dollar et de bonnes statistiques en provenance de la Chine. Suite à la baisse des rendements, les obligations ont progressé de 0,5% à 1% au cours du mois d'août.

Dans la zone euro, le 'momentum' économique s'est amélioré, la zone euro a enregistré un taux de croissance du PIB réel de 2,2% au second trimestre, soit le niveau le plus élevé depuis 2011. Le PMI est ressortie à 56,6 et la confiance des consommateurs a augmenté pour être à son niveau le plus élevé depuis 10 ans, renforçant les perspectives de croissance pour le 3ème trimestre grâce à une dynamique domestique forte. L'euro a continué à se renforcer par rapport au dollar américain, touchant le niveau de 1,20.

L'inflation a accéléré à 1,5% et l'inflation sous-jacente est restée à 1,3% – sous la cible de la BCE de 2%. Ce scénario correspond assez bien avec le compte-rendu de la dernière réunion de la BCE. Dans celui-ci, la BCE est confiante sur les perspectives d'activité et sur le marché du travail mais restes inquiète sur le fait que la reprise ne se traduit pas dans une hausse des prix. Par conséquent, la BCE est d'avis que les conditions actuelles ne sont pas suffisantes pour garantir une fin au 'Quantitative Easing' à court terme. La BCE est également inquiète que la force de l'euro pourrait représenter un frein à la hausse de l'inflation.

Les marchés anticipent que l'automne devrait clarifier la situation au niveau du programme d'achat d'actifs de la BCE. Le scénario le plus probable est que la BCE commence en 2018 de réduire le montant de ses achats d'actifs en 2018, avec une remontée graduelle des taux directeurs lorsque le 'Quantitative Easing' sera terminé. Les actions de la zone euro ont terminé le mois en territoire négatif, pénalisé par la force de l'euro. Malgré cela, les investisseurs anticipent que les actions de la zone euro devraient bien performé étant donné la vigueur de la croissance économique et l'évolution favorable des bénéfices des entreprises.

Aux Etats-Unis, la controverse qui a suivi les violents événements de Charlottesville ont continué à accroître le désarroi au sein de l'administration Trump. Néanmoins, la révision à la hausse de la croissance américaine au 2^{ème} trimestre à 3% en rythme annuel a envoyé un message rassurant quant à la résilience du cycle économique. L'enquête de confiance auprès des consommateurs fait de nouveau état d'une belle résistance de l'optimisme des ménages. L'indice global du Conference Board a atteint 122,9, retrouvant ses plus hauts niveaux de fin 2000.

La croissance américaine devrait être aux alentours de 2% au second semestre de cette année, même sans les stimulants que l'administration Trump a tant de peine à implémenter. Le niveau d'inflation aux Etats-Unis est ressorti à 1,7%, un niveau inférieur aux attentes, réduisant la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt par la Fed à 34%. Néanmoins, nous anticipons cette hausse était donné le message de la Fed selon laquelle retarder le retrait de la politique monétaire accommodante pourrait provoquer une surréaction de l'inflation qu'il serait "trop coûteux de renverser". Les marchés anticipent le démarrage de la normalisation de la taille du bilan de la banque centrale américaine au cours d'un des prochains meetings.

Les prix du pétrole ont été sous pression après que l'agence américaine officielle de l'énergie a publié une augmentation de la production de pétrole en provenance des Etats-Unis. Avec l'arrivée de l'ouragan Harvey et la fermeture de plusieurs raffineries au Texas, le pétrole a continué sa tendance baissière pour perdre près de 6% sur un mois.

■ Transactions

Au cours du mois de juin, nous avons profité de la remontée des taux d'intérêt et d'une certaine activité sur le marché primaire pour réduire les liquidités dans les portefeuilles. Nous avons souscrits à des émissions libellées en euros, de rang senior, d'émetteurs de bonnes qualités de crédit et connus par les investisseurs belges. Il s'agit des obligations VGP 2024 3,25%, Eandis 2025 2% et AT&T 2029 2,35%. Après ces investissements, les liquidités ont été réduites à près de 5% du portefeuille.

Pour les profils de gestion obligataires, nous n'avons pas effectué de modification à la structure des portefeuilles au cours des de juillet et d'août. Les principales raisons sont la baisse des rendements obligataires et l'atonie au niveau des nouvelles émissions obligataires. La principale opération a consisté à prendre son bénéfice sur l'obligation en euros émise par la banque anglaise Standard Chartered. Les raisons ont été la forte appréciation du cours de cette obligation et son caractère subordonné qui implique une plus grande volatilité. Le déclencheur de la vente a été la

publication des résultats de la société. Elle a annoncé l'arrêt du paiement du dividende, des perspectives moins optimistes sur les prêts accordés et une forte progression des créances douteuses dans son portefeuille. En contrepartie, nous avons procédé à l'acquisition de l'obligation libellée en euros émise par l'assureur néerlandais Vivat. Cet investissement est à classer dans la partie 'core' du portefeuille car il s'agit d'une obligation de type senior et émise par une entreprise avec une bonne qualité de crédit. Les autres caractéristiques sont une échéance en 2024 et un coupon de 2,375%.

Pour le profil de risque Baryton-Bass, qui a la faculté d'investir dans des obligations en devises, nous avons maintenu notre exposition au dollar américain à concurrence de près de 20% du portefeuille. Nous conservons notre confiance envers cette devise étant donné la forte conviction que la banque centrale américaine devrait poursuivre dans sa phase de normalisation monétaire et que celle-ci est sous-estimée par les marchés. Le différentiel de taux d'intérêt devrait donc augmenter en faveur du dollar américain et susciter un regain d'intérêt auprès des investisseurs. Pour le profil de risque Baryton-Bass, nous avons participé à l'augmentation de capital de la société immobilière réglementée Xior. Il s'agit d'une société immobilière spécialisée dans la gestion de logements pour étudiants en Belgique et au Pays-Bas.

Pour les profils de gestion avec actions, nous avons procédé à plusieurs arbitrages au niveau des actions individuelles. Après un très beau parcours boursier, nous avons procédé aux ventes de l'action de la société belge Greenyard et de l'assureur néerlandais NN Groep. Le principal motif a été d'acter la plus-value étant donné le niveau de valorisation atteint et l'approche de la publication des résultats trimestriels. Cela a été d'autant plus facile qu'il y avait d'autres opportunités. Nous nous sommes focalisés sur des actions de sociétés leaders, d'excellente qualité et bon marché.

Nous avons ainsi procédé à l'acquisition des actions de la société belge Bpost, qui offre un rendement du dividende de près de 6%. Certes, Bpost évolue dans un domaine en déclin (le courrier postal) qu'elle compense par sa position de leader en Belgique dans la livraison de paquets. L'action de l'automobiliste allemand BMW a également fait son entrée dans les portefeuilles. Elle se traite à 8X les bénéfices attendus et offre un rendement sur dividende de 4,3%. Le groupe devrait enregistrer une croissance de ses bénéfices dans les années à venir de par une croissance modérée de ses ventes et le maintien de sa marge opérationnelle. Le dernier achat a porté sur la société française BIC qui figure parmi les leaders mondiaux d'articles de papeterie, de briquets et de rasoirs. Le groupe est positionné dans un secteur défensif et a peu de dettes. Après avoir déçu le marché pendant deux années d'affilée, le groupe semble reparti depuis le second trimestre dans un 'momentum' positif, d'où notre achat de cette valeur de qualité à un prix de 16 fois les bénéfices attendus. Nous avons également augmenté l'exposition aux valeurs bancaires de la zone euro avec l'acquisition du Lyxor ETF Eurostoxx Banks. Les justifications sont la faible valorisation (le secteur se traite sous sa valeur comptable), la bonne résilience face aux événements bancaires de l'été en Espagne et en Italie, la croissance de l'activité du crédit et la possibilité de restaurer la marge d'intérêt en cas de hausse des taux. Le compartiment Julius Baer Absolute Return a été renommé en GAM Absolute Return Bonds.

Perspectives et points d'attention

- La guidance par la BCE sur sa politique d'achat d'actifs
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis
- L'implémentation aux Etats-Unis des "Trumponomics"
- La politique de change de la Chine
- Le suivi par l'OPEP de la réduction des quotas pétroliers
- Les négociations sur le Brexit

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

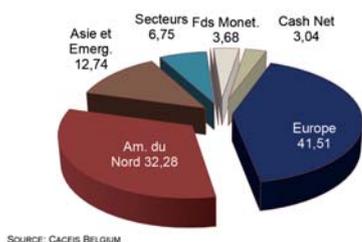
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

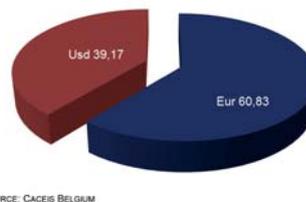
Risque plus faible							Risque plus élevé
Rendement généralement plus faible							Rendement généralement plus élevé
1	2	3	4	5	6	7	

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

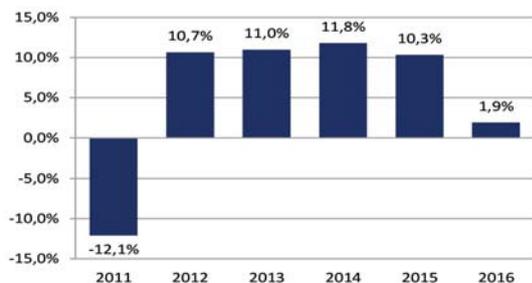
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 août 2017	14,78€
VNI plus haut (9 mai 2017) :	15,25€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	7,06%
3 ans rend. actuariel :	6,88%
Depuis lancement rend. actuariel :	5,77%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

Leleux Invest Patrimonial World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Distribution

Objectif et stratégie d'investissement

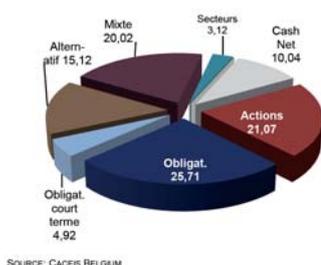
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir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

Profil de risque - SRR1

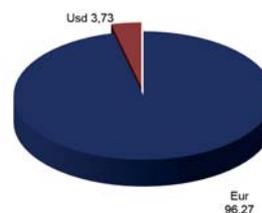
Risque plus faible			Risque plus élevé			
Rendement généralement plus faible			Rendement généralement plus élevé			
1	2	3	4	5	6	7

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

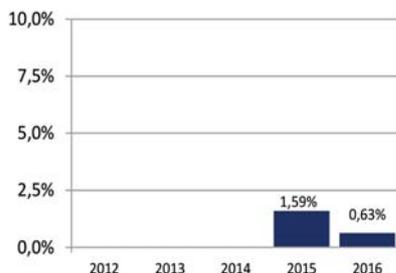
Allocation par région/secteurs en % (*)



Allocation par devise en % (*)



Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 août 2017	10,27€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (10 février 2016) :	9,68€
1 an rend. cumulé :	2,99%
3 ans rend. actuariel :	ND
Depuis lancement rend. actuariel :	1,40%

Caractéristiques

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

Avertissements

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

■ **Jeudi 28 septembre 2017 : Conférence**
"Perspectives" sur les marchés financiers.
Le plan d'investissement périodique.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : L'Espace Wallonie Picarde, 10 rue du Follet - 7540 Kain / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Mardi 7 novembre 2017 : Conférence**
Défis et perspectives des marchés boursiers
"Perspectives" sur les marchés financiers.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : La Maison des Associations - Place Mansart 21/22
 7100 La Louvière / 19h30
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

■ **Jeudi 30 novembre 2017 : Conférence**
Comment investir sur les marchés financiers en 2018.
 Langue : Français
 Lieu / Heure : Château Sainte-Anne, Rue du Vieux Moulin 103
 1160 Bruxelles / 19h
 Orateur : Monsieur Arnaud Delaunay, analyste financier
 chez Leleux Associated Brokers
 Inscriptions : 0800/255 11

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 Christudreef, 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 août 2017