

## Edito

Dix ans nous séparent désormais du début de la crise financière de 2008 qui a vu deux grandes banques belges, Fortis et Dexia, s'effondrer sous les regards incrédules des investisseurs, de la communauté financière, de la CBFA (Commission Bancaire, Financière et des Assurances) et du monde politique. Sentant le feu dans leur dos, KBC, ING et Ethias ont demandé à leur tour des aides d'Etat tandis que la banque Kaupthing gelait les avoirs de ses clients pendant de longs mois. Une décennie plus tard, les déposants de ces banques ont recouvré l'intégralité de leurs dépôts. Les investisseurs qui détenaient des actions Fortis et Dexia ont par contre perdu la quasi-totalité de leur investissement. La CBFA a été démantelée et ses responsabilités ont été transférées d'une part à la FSMA (Financial Services and Market Authority), et d'autre part à la Banque Nationale de Belgique. Fortis s'appelle désormais BNP Paribas Fortis et Dexia, devenue banque publique, a été rebaptisée Belfius.

Régulièrement, des représentants politiques font l'amalgame autour des investissements de l'Etat fédéral et des régions pour "sauver les banques", et ce afin de justifier des dépenses ou des investissements dans des domaines tout à fait différents. Sans vouloir nous prononcer sur l'opportunité de ces dépenses ou de ces investissements, ce qui est du ressort d'un choix démocratique que les citoyens de ce pays ne manqueront pas de faire lors des prochaines élections fédérales et régionales du mois de mai 2019, il nous paraît cependant opportun de remettre les pendules à l'heure quant à ce sauvetage et à son coût réel pour la population belge.

De source officielle, l'Etat belge a investi 18,6 milliards d'euros en capital dans les banques qu'il a soutenues et a accordé aux banques en difficultés des prêts à concurrence de 8,7 milliards d'euros. Il convient également de tenir compte des prêts accordés à la Grèce pour un montant de 1,9 milliard d'euros et de la participation au mécanisme

européen de stabilité (MES) pour un montant de 3 milliards d'euros. L'Etat a donc dépensé un total de 32,3 milliards d'euros dans ce cadre.

En contrepartie, l'Etat belge s'est retrouvé avec des participations qui ont été revendues en tout ou en partie. Au total, l'Etat a ainsi récupéré 5,9 milliards d'euros lors de la revente d'une partie de ses actions BNP Paribas Fortis et de ses actions dans Royal Park Investissements (qui est la structure de défaillance de Fortis). Ces participations ont également engrangé des dividendes pour l'Etat à concurrence de 3,4 milliards d'euros sur l'ensemble de la période. Au niveau des prêts accordés, l'Etat belge a récupéré les 8,7 milliards d'euros prêtés et a touché 1 milliard d'euros à titre d'intérêts. L'Etat a donc déjà récupéré un total de 19 milliards d'euros, auquel il convient d'ajouter le solde des participations acquises par l'Etat, valorisées au 30 juin 2018 à 13,7 milliards d'euros.

L'intervention de l'Etat dans le sauvetage du secteur bancaire s'apparente donc à une bonne affaire pour les contribuables belges. Pour un investissement de 32,3 milliards d'euros, l'Etat a récupéré 19 milliards d'euros de ses investissements et dispose de participations pour un montant de 13,7 milliards d'euros, soit un total de 32,7 milliards d'euros. Vous lisez bien : la crise financière a créé un bénéfice pour l'Etat fédéral de 400 millions d'euros si l'Etat devait liquider ses participations aujourd'hui. L'alternative à ces décisions de sauvetage du secteur bancaire aurait été de ne pas intervenir et de créer une situation à l'issue totalement incertaine, où des millions d'épargnants auraient tout simplement perdu leur épargne. Une situation dont l'impact sur l'économie aurait été dramatique.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une agréable 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)

518,71 -5,6%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,8%<sup>(2)</sup> ↘

### BEL 20 (Belgique)

3.447,07 -7,0%<sup>(1)</sup> ↘  
-13,3%<sup>(2)</sup> ↘

### CAC 40 (France)

5.093,44 -7,3%<sup>(1)</sup> ↘  
-4,1%<sup>(2)</sup> ↘

### DAX (Allemagne)

11.447,51 -6,5%<sup>(1)</sup> ↘  
-11,4%<sup>(2)</sup> ↘

### FTSE (G-B)

7.128,10 -5,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-7,3%<sup>(2)</sup> ↘

### SMI (Suisse)

9.022,16 -0,7%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,8%<sup>(2)</sup> ↘

### DJ Stoxx 50 (Europe)

2.947,71 -3,9%<sup>(1)</sup> ↘  
-7,2%<sup>(2)</sup> ↘

### DJIA (USA)

25.115,76 -5,1%<sup>(1)</sup> ↘  
+1,6%<sup>(2)</sup> ↗

### NASDAQ (USA)

7.305,90 -9,2%<sup>(1)</sup> ↘  
+5,8%<sup>(2)</sup> ↗

### TS 300 (Canada)

15.027,28 -6,5%<sup>(1)</sup> ↘  
-7,3%<sup>(2)</sup> ↘

### NIKKEI (Japon)

21.920,46 -9,1%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,7%<sup>(2)</sup> ↘

### MSCI World

2.021,98 -7,4%<sup>(1)</sup> ↘  
-3,9%<sup>(2)</sup> ↘

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



Le ralentissement de la croissance en volume du PIB de la zone euro, qui n'était que de 0,2% en rythme trimestriel au troisième trimestre, a été une grande déception. Néanmoins, il y a de bonnes raisons pour s'attendre à ce que l'expansion économique de la zone euro reprenne quelque peu dans les prochains trimestres. Pour commencer, certains estiment que la moitié de la décélération enregistrée au troisième trimestre de l'année est due à une baisse de 7% de la production d'automobiles. Cet effondrement résulte de la difficulté pour les producteurs automobiles à se conformer aux nouvelles procédures de contrôle d'émission qui sont entrées en vigueur en septembre pour tous les véhicules. Deuxièmement, les enquêtes de conjoncture suggèrent que le rythme trimestriel de la croissance de la zone euro se situe actuellement entre 0,3% et 0,4%. Enfin, la faiblesse récente des dépenses de consommation des ménages tient en grande partie à la poursuite de la hausse de l'inflation. Or, celle-ci ne devrait pas se poursuivre. L'évolution des prix du pétrole devrait à elle seule faire perdre un point de pourcentage au taux d'inflation au cours des six prochains mois.

Certes, les indicateurs tirés d'enquêtes auprès des entreprises suggèrent que pour octobre la croissance devrait rester considérablement plus faible qu'il y a un an. Ainsi, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production de la zone euro s'est établi à 53,1, niveau compatible avec un taux de croissance trimestriel de 0,3%. L'indicateur du climat économique de la Commission Européenne est en baisse pour le dixième mois consécutif. Néanmoins, nous anticipons que le sentiment et l'activité devraient augmenter dans les mois à venir avec la baisse de l'inflation.

La divergence entre pays de la zone euro s'est accentuée. Le PMI italien a plongé en territoire de récession tandis que les indices allemand et français sont restés compatibles avec un rythme de croissance soutenu. Nous anticipons que l'assouplissement budgétaire en Italie sera compensé par une hausse des coûts sur les emprunts. La croissance italienne devrait donc être bien inférieure aux prévisions qui sous-tendent le budget de 2019.

Le secteur de la consommation de la zone euro a connu un faible troisième trimestre mais la consommation devrait rebondir au cours des prochains trimestres. Après une hausse de 0,3% au mois d'août, les ventes au détail de la zone euro sont restées inchangées en septembre. Si le regain de la confiance des consommateurs n'a pas été suffisant en octobre pour inverser les baisses précédentes, l'indice suggère une nette reprise des dépenses des ménages pour les prochains mois. La faiblesse de la croissance des volumes des ventes au détail depuis le début de l'année reflète principalement la hausse de l'inflation. Celle-ci devrait diminuer avec la baisse attendue des prix du pétrole. Couplé à une reprise modérée de la croissance des salaires, le secteur de la consommation devrait se rétablir rapidement.

Le ralentissement de la croissance de la production industrielle devrait se poursuivre dans la zone euro. Malgré le ralentissement provoqué par des perturbations temporaires dans l'industrie automobile, la production industrielle a augmenté de 1,0% en rythme mensuel en août après une baisse de 0,7% en juillet. Si la production était inchangée en septembre, la production industrielle aurait stagné au troisième trimestre, après avoir augmenté de 0,1% au deuxième trimestre. Bien que les commandes aux usines allemandes aient augmenté en septembre, le taux de croissance annuel est toujours faible et est de mauvais augure pour la croissance de la production de la zone euro. De plus, les enquêtes se sont ramollies et indiquent une contraction de la production sur une base annuelle. En tant que tel, le secteur des services continue à surperformer le secteur manufacturier. Les enquêtes concordent avec une croissance annuelle qui reste saine d'environ 2%.

Les exportations de la zone euro ont augmenté en août, mais des données plus récentes suggèrent que la croissance des exportations devrait ralentir. Les perspectives d'exportation sont sombres pour les prochains trimestres. La reprise de la croissance des exportations est principalement due aux augmentations enregistrées aux États-Unis et en Asie. Mais avec le ralentissement économique en cours en Chine et attendu aux États-Unis pour l'année prochaine, il est peu probable que cela dure comme en témoigne la chute des commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier, notamment en Allemagne.

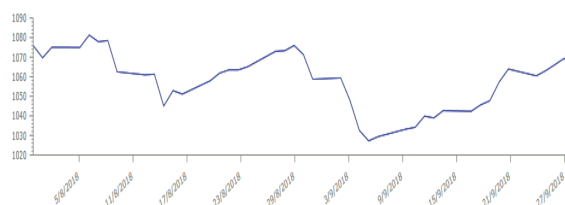
Bien que le taux de chômage dans la zone euro soit resté inchangé pour le troisième mois consécutif, des enquêtes suggèrent qu'il va bientôt recommencer à baisser. Le nombre de personnes sans emploi dans la zone euro a augmenté de 2.000 en septembre, entièrement en raison d'une forte augmentation en Italie. Mais la détérioration était trop faible pour affecter le taux de chômage, qui s'est maintenu à 8,1%. À l'avenir, le taux de chômage de la zone euro devrait baisser. Les mesures des enquêtes sur les intentions d'emploi des entreprises révèlent une reprise de la croissance annuelle de l'embauche avec des taux bien supérieurs au rythme actuel de croissance de la population active. En conséquence, les pressions salariales devraient continuer à augmenter. Le taux de chômage actuel semble déjà correspondre à la croissance des salaires, qui est passée de 2,2% au deuxième trimestre à environ 3%. La hausse de la croissance des salaires ne sera probablement pas généralisée. Les salaires dans certains pays, comme l'Espagne et l'Italie, sont indexés sur l'inflation, ce qui explique les augmentations récentes de la croissance des salaires dans ces pays. Malgré le lien apparemment plus étroit qui existe entre la croissance des salaires et le taux de chômage dans ces pays, les signes de pénurie de main-d'œuvre sont rares et, à mesure que l'inflation diminue, nous nous attendons à ce que la croissance des salaires diminue. En revanche, la croissance des salaires devrait probablement continuer à augmenter en Allemagne.



## Europe

Alors que les températures extérieures deviennent plus froides, le mercure remonte en Italie. En effet, pour la première fois de son histoire l'Europe a franchi une étape sans précédent en rejetant le budget d'un Etat, celui de l'Italie (la 3<sup>ème</sup> puissance économique de la zone euro). La "bataille" budgétaire est loin d'être terminée car chacune des parties devra sauver la face. Pendant ce temps, nous nous rapprochons de la fin de l'année et les entreprises publient leurs résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre. A l'heure actuelle, nous constatons que les entreprises en zone euro ont enregistré en moyenne un chiffre d'affaires en hausse de 3% et de 9% pour les bénéfices sur un an.

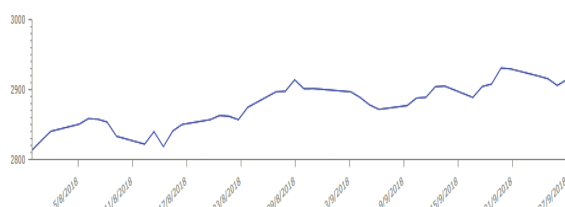
EURO STOXX 50



## États-Unis

Le concept de "flight to quality" ("fuite vers la qualité") correspond à une situation de crise où les investisseurs cherchent à vendre des actifs jugés risqués (actions) pour acheter des actifs "sans risque" (obligations souveraines). Avec des taux à long terme qui ont progressé (= baisse des obligations) la correction du mois d'octobre ne correspond en aucun cas à un effet "flight to quality" (!). De là, nous pouvons avancer l'hypothèse que la raison de cette correction est certainement à aller chercher du côté des élections de mi-mandat aux Etats-Unis. En effet, la montée dans les sondages des démocrates pourrait être le signe annonciateur que la Chambre des représentants change de couleur politique. En attendant, les entreprises ont enregistré en moyenne un chiffre d'affaires en hausse de 9% et de 24% pour les bénéfices sur un an.

S&P 500



## Pays émergents

La croissance du PIB chinois est passée de 6,8% à 6,5% sur un an, soit le niveau le plus faible depuis 2009. Le Bureau national des statistiques estime que ce recul est principalement lié au ralentissement de l'investissement (une volonté de Pékin de contenir l'endettement des collectivités et des entreprises). En outre, il semble que les effets de la guerre commerciale avec les États-Unis ne se font pas encore sentir.

HANG SENG



### Agenda

		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	-0,10%	15/11
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,20%	16/11
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	-	68,0	19/11
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,00%	21/11
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-1,10	23/11
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	99,8	26/11
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-0,20%	29/11
EMU	Confiance économique	-	109,8	29/11
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	57,7	03/12
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	59,0	60,3	05/12
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	13/12
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	20/12

# Taux d'intérêt

Emilie Mouton  
Gestionnaire de portefeuille



<b>USD</b>	
<b>3,14%</b>	+8 <sup>(1)</sup> +74 <sup>(2)</sup>
<b>EUR</b>	
<b>0,39%</b>	-9 <sup>(1)</sup> -4 <sup>(2)</sup>
<b>Allemagne</b>	
<b>0,39%</b>	-9 <sup>(1)</sup> -4 <sup>(2)</sup>
<b>Autriche</b>	
<b>0,60%</b>	-8 <sup>(1)</sup> +2 <sup>(2)</sup>
<b>Belgique</b>	
<b>0,78%</b>	-5 <sup>(1)</sup> +14 <sup>(2)</sup>
<b>Espagne</b>	
<b>1,55%</b>	+5 <sup>(1)</sup> -2 <sup>(2)</sup>
<b>Finlande</b>	
<b>0,65%</b>	-8 <sup>(1)</sup> +5 <sup>(2)</sup>
<b>France</b>	
<b>0,80%</b>	+5 <sup>(1)</sup> +2 <sup>(2)</sup>
<b>Grèce</b>	
<b>4,24%</b>	+5 <sup>(1)</sup> +12 <sup>(2)</sup>
<b>Irlande</b>	
<b>0,96%</b>	-3 <sup>(1)</sup> +29 <sup>(2)</sup>
<b>Italie</b>	
<b>3,43%</b>	+28 <sup>(1)</sup> +141 <sup>(2)</sup>
<b>Pays-Bas</b>	
<b>0,52%</b>	-6 <sup>(1)</sup> -1 <sup>(2)</sup>
<b>Portugal</b>	
<b>1,87%</b>	-1 <sup>(1)</sup> -7 <sup>(2)</sup>

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

Il est peu probable que la banque centrale américaine modifie sa politique monétaire lors de sa réunion prévue en novembre. Les investisseurs anticipent un communiqué qui réitère le projet de la Fed de continuer à relever progressivement les taux d'intérêt directeurs. Le prochain relèvement est prévu pour décembre. Les statistiques économiques récentes montrent que l'activité a continué à croître de manière rapide aux Etats-Unis. L'espoir que la récente forte chute des prix des marchés d'actions devrait inciter la Fed à renoncer à augmenter ses taux d'intérêt directeurs est mal placée.

La prochaine réunion de la Banque centrale américaine aura lieu après les élections américaines. Elles ne devraient pas affecter les perspectives économiques des Etats-Unis et ne devraient donc pas modifier les projets de la Fed. Par contre, la récente chute du marché boursier pourrait avoir un impact plus important et pourrait influencer la politique monétaire de la Fed. Pour rappel, la faiblesse des marchés boursiers mondiaux a été un facteur clé de la décision de la Fed de réduire ses plans initiaux de hausse des taux d'intérêt en 2015. Si le marché boursier reprenait sa chute au cours des prochaines semaines, les responsables pourraient reconsidérer leur projet de hausse des taux en décembre. Pour l'instant, toutefois, un "Powell put" est encore peu probable.

Contrairement à la fin de 2015, la chute récente des cours des actions ne s'est accompagnée que d'un léger resserrement des conditions financières au sens large. Le cours moyen du dollar pondéré en fonction des échanges s'est redressé au cours du mois d'octobre mais il n'a pas dépassé son sommet de début 2017. De plus, les spreads des obligations des entreprises, qui ont explosé au début de 2016 alors que la baisse des prix du pétrole aurait provoqué une vague de défaillances dans le secteur de l'énergie, ont à peine bougé.

Deuxièmement, l'économie américaine est maintenant beaucoup plus solide. La croissance du PIB n'a que légèrement ralenti pour atteindre 3,5% en rythme annualisé au troisième trimestre, ce qui est nettement supérieur à l'estimation par les responsables de la Fed de 1,8% du taux de croissance potentielle à long terme de l'économie. Et bien que la masse salariale non agricole ait augmenté de 134.000 unités en septembre, ce chiffre reflète principalement les perturbations causées par l'ouragan Florence. Le compte-rendu de la réunion de septembre de la Fed a révélé que les responsables ne s'attendaient pas à ce que les récentes tempêtes aient un impact durable sur l'économie.

En tout cas, cela n'a pas empêché le taux de chômage de tomber à 3,7% en septembre, son plus bas niveau en 49 ans. La Fed reste encore dans l'incertitude quant à la mesure dans laquelle le taux de chômage est inférieur à son soi-disant niveau naturel. Toutefois, des signes plus clairs montrent que la réduction du ralentissement du marché du travail exerce une pression à la hausse sur la croissance des salaires, le taux de croissance annuel des gains horaires moyens devant dépasser 3% en octobre. De plus, l'inflation sous-jacente est alignée sur l'objectif de 2%. Tout cela signifie que les difficultés sur les marchés financiers ont désormais plus de mal à influencer les projets de la Fed. La banque centrale américaine devrait donc augmenter son taux d'intérêt directeur en décembre 2018 et procéder à deux relèvements supplémentaires au cours du premier semestre de 2019.

(1) Différence sur un mois en points de base

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

# Marchés obligataires

Alain Zilberberg  
Head of Asset Management



Les marchés obligataires américains ont enregistré un regain de volatilité en octobre. Tant les obligations souveraines que d'entreprises ont diminué de prix au cours du mois écoulé. Le mois a débuté avec une hausse de près de 20 points de base des rendements. Cette hausse a provoqué une baisse plus marquée du prix des obligations de qualité avec une longue échéance. Au fur et à mesure de la publication des résultats des entreprises, les inquiétudes quant aux perspectives de croissance future des bénéficiaires et de la génération de cash-flow ont pris le pas sur la problématique des taux d'intérêt. Cela a eu pour conséquence que les obligations les plus risquées - qui sont plus sensibles au cycle économique - ont enregistré des baisses de prix assez sévères en fin de période. Les motifs d'inquiétude ont porté sur la hausse des coûts liée aux salaires, à l'énergie et aux droits de douanes.

Au cours d'un mois difficile pour les marchés des capitaux, le crédit s'est révélé plus résistant que les actions. En octobre, les obligations d'entreprises européennes ont surperformé leurs homologues américaines, avec l'"investment grade" surperformant le "high yield". La situation économique en Italie a dominé l'actualité en Europe. Il y a eu la proposition de budget de la coalition gouvernementale italienne qui a été rejetée par la Commission Européenne. L'agence de notation Moody's a baissé la notation de la qualité de crédit de l'Italie. L'agence de notation S&P a changé la perspective de l'Italie de stable à négative à l'instar de Fitch en septembre. Dans un contexte de ralentissement généralisé de la croissance en Europe, la Banque centrale européenne a laissé ses taux d'intérêt directeurs inchangés. La Banque centrale européenne a également réaffirmé que l'assouplissement quantitatif prendrait fin en décembre de cette année.

Le taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour (Eonia) est resté globalement inchangé aux alentours de -35 points de base. Les intervenants de marché ont légèrement revu à la hausse leurs anticipations de taux d'intérêt pour les horizons plus longs. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à octobre 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs pour les placements à court terme en euro.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Octobre 2018	total 2018
<b>Obligations d'état</b>		
Zone euro AAA (€)	0,6%	1,4%
Etats-Unis (\$)	-0,5%	-2,2%
<b>Obligations de qualité</b>		
Eurozone (€)	-0,1%	-0,8%
Etats-Unis (\$)	-1,3%	-3,5%
<b>Obligations à haut rendement</b>		
Zone euro (€)	-1,0%	-1,0%
Etats-Unis (\$)	-1,6%	1,2%

Source : Bloomberg

## Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/10/18	Variation depuis 31/12/17
<b>Investment Grade</b>	1,42%	39
AAA	1,21%	20
AA	0,72%	9
A	1,18%	28
BBB	1,76%	55
<b>High Yield</b>	4,17%	118

Source : Markit Iboxx

## Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/10/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,32%	1
OLO 2 ans	-0,53%	-3
OLO 5 ans	0,03%	17
OLO 7 ans	0,32%	10
OLO 10 ans	0,78%	14
OLO 30 ans	1,72%	3

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CHF	Daimler Intl	0,250%	14.11.2022	100,00%	0,25%	I+	CH0446595602	5.000
EUR	VGP	3,500%	19.03.2026	100,30%	3,46%	NR	BE0002611896	1.000
GBP	BNG Bank NV	1,125%	24.05.2021	99,75%	1,22%	I++	XS1418781669	1.000
NOK	EIB	1,500%	26.01.2024	98,35%	1,83%	I+++	XS1555330999	10.000
USD	American Express	3,700%	05.11.2021	100,00%	3,70%	I	US025816BY42	1.000
USD	Boeing	3,850%	01.11.2048	93,00%	4,26%	I+	US097023CB95	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





Les chiffres clés des devises

## USD/EUR (USA)

**0,88** +2,6%<sup>(1)</sup>   
+6,1%<sup>(2)</sup>

## GBP/EUR (G-B)

**1,13** +0,5%<sup>(1)</sup>   
+0,2%<sup>(2)</sup>

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

**0,78** +3,3%<sup>(1)</sup>   
+5,9%<sup>(2)</sup>

## NOK/EUR (Norvège)

**0,10** -0,9%<sup>(1)</sup>   
+3,3%<sup>(2)</sup>

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

**13,40** -0,1%<sup>(1)</sup>   
-0,1%<sup>(2)</sup>

## CHF/EUR (Suisse)

**0,88** -0,1%<sup>(1)</sup>   
+2,5%<sup>(2)</sup>

## AUD/EUR (Australie)

**0,63** +0,5%<sup>(1)</sup>   
-3,9%<sup>(2)</sup>

## CAD/EUR (Canada)

**0,67** +0,6%<sup>(1)</sup>   
+1,4%<sup>(2)</sup>

## CZK/EUR (Tchèque)<sup>(3)</sup>

**3,86** -0,5%<sup>(1)</sup>   
-1,5%<sup>(2)</sup>

## PLN/EUR (Pologne)

**0,23** -1,4%<sup>(1)</sup>   
-3,7%<sup>(2)</sup>

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

**0,31** -0,4%<sup>(1)</sup>   
-4,3%<sup>(2)</sup>

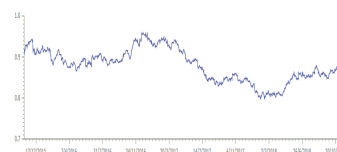
## SEK/EUR (Suède)

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

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

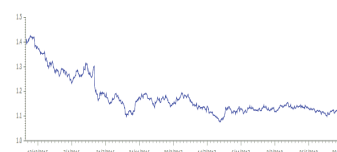
## USD/EUR

L'euro est en recul face au dollar, notamment en raison des propos du vice-Premier ministre italien Luigi Di Maio qui a prévenu que le gouvernement ne ferait pas marche arrière sur son projet de budget.



## GBP/EUR

Dans une lettre adressée à des parlementaires, le ministre britannique chargé du Brexit, Dominic Raab, a estimé qu'un accord sur la sortie de l'UE pourrait être finalisé d'ici fin novembre, affirmant que "95% de l'accord de retrait est maintenant réglé".



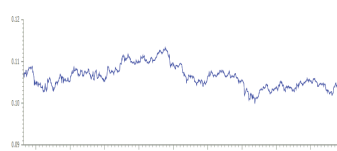
## TRY/EUR

Ce mois-ci la banque centrale a maintenu son taux directeur à 24%. Ce statu quo était attendu après le relèvement en septembre qui a permis à la livre de regagner une partie du terrain perdu depuis le début de l'année.



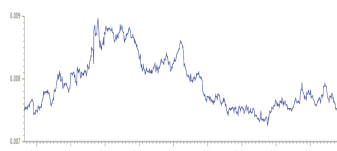
## NOK/EUR

La banque centrale norvégienne a maintenu comme prévu son taux directeur, après l'avoir relevé en septembre pour la première fois depuis sept ans, tout en confirmant son intention de l'augmenter encore "de façon progressive" à partir du premier trimestre 2019, dans un contexte de hausse de la croissance et de l'inflation.



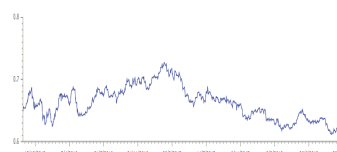
## JPY/EUR

Dans son dernier communiqué, la BoJ a sans surprise maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante. Toutefois, l'institution a revu une nouvelle fois à la baisse les prévisions d'inflation.



## AUD/EUR

Les derniers chiffres d'inflation sont ressortis comme attendu.





## Performance boursière

Au mois dernier, le taux belge à long terme a baissé de 5 points de base à 0,78% fin octobre. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour nos valorisations) est resté inchangé et a clôturé le mois à 1,45% (+1 pb), la courbe des taux s'étant donc légèrement aplanie.

Malgré la légère baisse du taux à long terme, les cours des SIR ont clôturé le mois en repli de 1,6% en moyenne. Les plus fortes baisses ont été Montea (-5,0%), Retail Estates (-4,6%) et Vastned Retail Belgium (-4,4%). Les plus fortes hausses sont à mettre au crédit de Home Invest Belgium (+3,4%) et Warehouses Estates Belgium (+2,0%).

## Information financière

Intervest Offices & Warehouses a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 9,4% à 35,0 millions EUR au cours des neuf premiers mois de 2018 (9M18). Le résultat EPRA a progressé de 11,7% à 22,5 millions EUR, soit 1,21 EUR par action. La VNI EPRA s'élevait à 20,04 EUR par action. La valeur du portefeuille a grossi de 11,4% à 735 millions EUR, pour un taux d'occupation de 90%. Le taux d'endettement s'élevait à 47,9%, avec un taux d'intérêt moyen de 2,4%.

Befimmo a publié des revenus locatifs nets stables pour 9M18. Le résultat EPRA est également resté inchangé à 72,64 millions EUR ou 2,84 EUR par action (conformément aux prévisions). La valeur du portefeuille a légèrement augmenté à 2,7 milliards EUR, pour un taux d'occupation de 94,1%. La VNI EPRA a atteint 58,82 EUR par action. Le taux d'endettement s'est élevé à 42,85%, avec un taux d'intérêt moyen de 1,96%. Befimmo versera une avance sur le dividende de 2,59 EUR brut par action en décembre.

WDP a vu ses revenus locatifs nets progresser de 20,0% à 127,8 millions EUR à 9M18. Le résultat EPRA a progressé de 12,5% à 101,2 millions EUR, soit 4,55 EUR par action.

## Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/09/18	31/12/17	31/10/17		
Aedifica	73,90	-1,6%	-2,9%	-5,9%	20,6	3,8%
Care Property Invest	19,10	-0,8%	3,6%	6,1%	23,5	3,7%
XIOR	38,60	-3,7%	6,4%	3,7%	27,6	3,1%
Home Invest Belgium	91,60	3,4%	4,1%	1,7%	28,5	5,1%
QRF	15,80	-0,6%	-30,8%	-29,6%	10,6	8,3%
Retail Estates	70,50	-4,6%	1,5%	8,9%	12,9	5,4%
Vastned Retail Belgium	45,20	-4,4%	5,3%	1,9%	18,4	5,4%
Ascencio	49,20	-3,5%	-6,7%	-9,5%	12,2	6,9%
Wereldhave Belgium	85,60	-3,2%	-5,4%	-1,0%	14,8	6,1%
Warehouses Estates Belgium	52,00	2,0%	-8,3%	-8,4%	12,7	6,9%
Leasinvest Real Estate	88,80	-1,1%	2,9%	3,1%	14,9	5,4%
Befimmo	48,45	-1,4%	-8,1%	-3,2%	13,0	7,0%
Cofinimmo	105,70	-1,6%	4,7%	5,5%	16,1	5,1%
Montea	53,60	-5,0%	26,3%	25,8%	19,5	4,2%
WDP	114,60	1,1%	28,2%	29,0%	18,7	4,3%
Intervest Offices & Warehouses	22,95	0,2%	8,3%	11,2%	13,8	6,1%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

La valeur du portefeuille immobilier a grossi de 23,8% à 3,15 milliards EUR, pour un taux d'occupation de 97,4%. Le taux d'endettement s'élevait à 47,9%, avec un taux d'intérêt moyen de 2,4%.

Care Property Invest (CPINV) a annoncé le premier investissement de 7,6 millions EUR dans une résidence de soins comprenant 26 unités de logement dans la province de Hollande-Septentrionale. La réception de la résidence encore à construire est prévue pour 2020. Elle sera louée pendant 20 ans à Valuas Zorggroep (Zeist). CPINV procédera également à un redéveloppement de la résidence de soins "De Orangerie" à Nimègue avec 68 appartements de soins. L'investissement représente un montant de 9,2 millions EUR. CPINV n'a pas communiqué les rendements de l'investissement, mais il faut tenir compte du fait que les bénéfices seront soumis à l'impôt des sociétés. Fin octobre, CPINV a acheté un centre de soins résidentiels à Meeuwen-Gruitrode pour 14,8 millions EUR. Le centre comprend 81 logements.

XIOR a acquis un bâtiment existant transformé de 82 unités indépendantes à Leeuwarden. Il combine une valeur conventionnelle de 10,8 millions EUR et un rendement initial attendu d'environ 6,3%. La publication des résultats du troisième trimestre n'a apporté aucune surprise. Les revenus locatifs ont progressé de 90% à 10,7 millions EUR et l'EPRA EPS de 17% à 1,03 EUR. L'augmentation de capital de juin 2018 a ramené le taux d'endettement à 48,5%. Le portefeuille total affiche à présent une valeur de 716 millions EUR et atteindra 840 millions EUR quand tous les projets en cours auront été exécutés.

Cofinimmo va construire un hôpital orthopédique à Rijswijk pour un montant total de 10 millions EUR, avec un rendement initial attendu de 6%. Elle a acheté un hôpital psychiatrique en Allemagne pour 22 millions EUR ; il affiche également un rendement initial de 6%.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## ■ AEDIFICA (ISIN BE0003851681 - 75,60 EUR)

### ■ Profil

Aedifica est une société immobilière réglementée publique (SIR) spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers résidentiels. Les revenus locatifs par type d'actifs se répartissent comme suit :

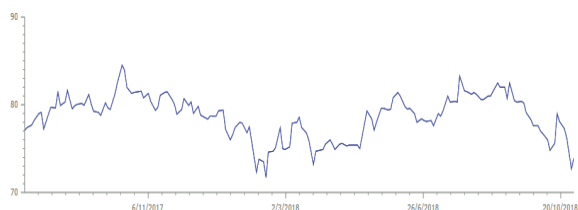
- logements des seniors (83,2%) ;
- immeubles à appartements (11,4%) ;
- autres (5,4%) : notamment hôtels.

A fin juin 2018, le patrimoine immobilier, d'une surface totale de 874.699 m<sup>2</sup>, s'élève, en juste valeur, à 1.705,3 MEUR répartis entre logements des seniors (83,9%), immeubles à appartements (12,1%) et autres (4%).

La répartition géographique du patrimoine immobilier en valeur est la suivante : Belgique (70%), Allemagne (17%) et Pays Bas (13%).

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 20,4x  
Cours/Actif Net : 1,33x  
Rendement : 3,93%



### ■ Notre opinion

#### Surfe sur les tendances démographiques

##### Profil

Le Groupe Aedifica est une société immobilière réglementée (SIR) qui investit principalement dans des logements pour les personnes âgées (84% du portefeuille - 135 sites - 11.383 unités), dans des immeubles à appartements (12% - 33 emplacements - 768 appartements) et dans une moindre mesure, dans les hôtels (4% - 6 hôtels - 544 chambres).

La valeur totale du portefeuille, y compris les projets en cours à la fin juin 2018, est de 1.740 millions d'euros. Le taux d'occupation pour l'ensemble du portefeuille, hors appartements meublés, est de 99%. Pour les appartements meublés, cela équivaut à 84,1%.

Le Groupe Aedifica suit une stratégie axée sur la croissance, répondant ainsi au vieillissement de la population en Europe occidentale et aux besoins spécifiques qui se poseront en termes de soins et de logement. Le Bureau fédéral du Plan prévoit que la génération du "baby-boom" va continuer à progresser en Belgique jusqu'à un sommet en 2060. Cette tendance est similaire en Allemagne et aux Pays-Bas.

##### Le segment des logements pour personnes âgées :

En Belgique, le nombre de lits l'année dernière a progressé de 2.659 unités pour atteindre un total de 146.00 unités fin mai 2018. Cependant, la capacité d'hébergement et la croissance

de cette capacité est insuffisante pour répondre à la demande actuelle. En 2015, les plus de 65 ans représentaient 18% de la population. En 2030, ils atteindront les 22%. Bien que la durée de vie moyenne s'allonge, le temps de séjour moyen n'a pas changé dans une maison de soins au cours des dernières années. Aedifica détient une part de marché d'environ 4%. Les organismes sans but lucratif ont une part de marché estimée à 50%.

En Allemagne, le marché est très fragmenté. La capacité totale est d'environ 930.000 lits répartis dans plus de 13.500 maisons de repos. Les organismes sans but lucratif représentent 53% du marché, les opérateurs privés environ 42% et les opérateurs publics près de 5%. En 2015, les plus de 65 ans représentaient 22% de la population. En 2030, ils atteindront les 28%. Le nombre de personnes nécessitant des soins est aujourd'hui de 2,9 millions de personnes, et ce chiffre passera à près de 3,5 millions de personnes en 2030. En conséquence, le besoin en logements spécifiques pour personnes âgées augmentera dans les prochaines décennies.

Aux Pays-Bas, les personnes de plus de 65 ans représentaient 18% (3,1 millions de personnes) de la population totale en 2017 (soit un total de 17,2 millions d'habitants). En 2040, cette part atteindra les 26%. Environ 20% de ces personnes âgées de plus de 65 ans ont besoin de soins et plus de 5% ont besoin d'une assistance continue (généralement des patients atteints de démence). Un nombre croissant de personnes âgées, ne souhaite plus aller dans un établissement de soins traditionnels (60 à 200 lits), mais préfère les soins à domicile ("in home") ou les résidences privées (18 lits en moyenne). À l'heure actuelle, 300 établissements privés de ce type existent déjà et des dizaines d'autres seront ajoutés d'ici 2025.

##### Recommandation

Aedifica est actif dans un segment qui continuera à se développer fortement dans les années à venir. De plus, les retours sur investissement en Allemagne et aux Pays-Bas sont plus élevés qu'en Belgique. Notre modèle de valorisation (les flux de trésorerie actualisés - DCF) pointe une valeur intrinsèque de 86,69 EUR. Nous sommes à "Renforcer". L'action est cotée ex-coupon (2,50 EUR brut) le 29 octobre 2018.

##### ■ Derniers résultats

AEDIFICA a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 16%, à 91,6 millions d'euros au cours de l'exercice 2017/2018 grâce aux nombreuses acquisitions (telles que budgétisées) réalisées depuis le début de l'exercice. La juste valeur du portefeuille, y compris les développements, s'est élevée à 1.740,5 millions d'euros, ce qui correspond à un EPRA NAV de 54,02 EUR. Le taux d'occupation du portefeuille sans les appartements meublés était de 99%. Cela représente 84,1% pour les appartements meublés (12% du portefeuille).

Le résultat EPRA a augmenté de 21,7%, à 58,4 millions d'euros. Le taux d'endettement était de 44,3%. Aedifica versera un dividende brut de 2,50 EUR par action, ex-coupon le 29 octobre 2018 et payable à partir du 31 octobre 2018.



# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



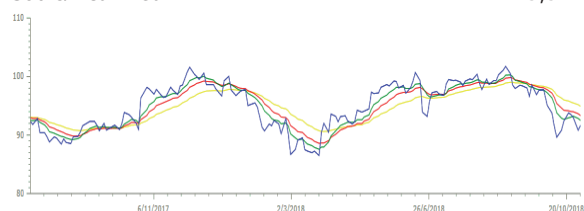
## ■ BEIERSDORF (ISIN DE0005200000 - 93,80 EUR)

### ■ Profil

Beiersdorf propose des produits de soin de la peau depuis plus de 130 ans, sous les marques les plus connues, Nivea, Eucerin, La Prairie, Labello, Hansaplast, Florena et 8x4. Le groupe emploie 19.478 personnes et est actif dans le monde entier. La famille Herz (Maxingvest) est actionnaire de référence avec 51,01%.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 25,65x  
Cours/Actif Net : 3,37x



### ■ Notre opinion

#### Une croissance solide et stable

#### Profil de l'entreprise

Le Groupe Beiersdorf a été fondé à Hambourg en 1882 et cote en Bourse depuis 2008. Le groupe emploie 19.478 collaborateurs. En 2017, les ventes se sont élevées à 7,06 milliards d'euros, dont 83% dans les produits cosmétiques et 17% dans les produits adhésifs (solutions pour l'industrie, les entreprises artisanales et les consommateurs). Dans le segment des produits cosmétiques, 64% des ventes sont générées avec des produits concernant les soins de la peau, et 18% avec les désodorisants. La croissance dans ces segments est plus lente, mais offre une meilleure résistance au ralentissement de la croissance économique.

La stratégie (appelée "the blue agenda") a été conçue pour que le Groupe soit le n°1 sur les produits et les marchés où il se situe.

#### Analyse financière

Beiersdorf présente dispose d'un solide bilan (fonds propres / total bilan = 63%), d'une importante trésorerie (792 millions d'euros au 30 juin 2018) et d'une génération de flux de trésorerie de près de 700 millions d'euros pour cet exercice. Les actifs à court terme (hors trésorerie) s'élèvent à environ 2,8 milliards d'euros, soit près de 33% du total du bilan.

Toutefois, nous soulignerons que le Groupe n'a pas une politique généreuse de retour à l'actionnaire : le ratio de distribution (d'environ 25%) n'est pas élevé.

#### Recommandation

Le Groupe Beiersdorf détient un nombre important de marques fortes dans son portefeuille qui génèrent de solides flux de trésorerie disponibles. Cependant, ce flux ne revient que très lentement à l'actionnaire. Le Groupe n'a pas beaucoup investi dans l'expansion de son portefeuille de marques (par rapport aux autres marques), alors que nous

avons quelques interrogations concernant la stratégie sur Internet (vente en ligne de produits en vrac).

Le 15 octobre 2018, Stefan De Loecker a été nommé nouveau directeur général du groupe. Il entre en fonction le 1er janvier 2019. C'est un Belge qui travaille chez Beiersdorf depuis 2012, mais qui a déjà acquis une vaste expérience auprès de Nestlé et de Tesco.

La valorisation du titre Beiersdorf est élevée par rapport à ses pairs. Compte tenu d'un potentiel de hausse de 6,60%, nous sommes à "Conserver".

Name	Close	FY18E PER	FY19E PER	P/B	FY18E Yld	FY19E Yld
ADIDAS	200,90	24,3	21,0	6,69	1,6%	1,8%
<b>BEIERSDORF</b>	<b>93,80</b>	<b>27,2</b>	<b>25,1</b>	<b>4,44</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,8%</b>
CHRISTIAN DIOR	327,50	23,5	21,3	4,45	1,9%	2,1%
HENKEL	96,52	15,8	14,9	2,60	1,9%	2,1%
HERMES INTERNATIONAL	491,10	38,0	34,9	10,83	1,0%	1,1%
HUGO BOSS	60,32	17,0	15,2	4,94	4,5%	4,9%
L'OREAL	191,00	27,0	25,2	4,38	2,0%	2,1%
LVMH	263,25	20,3	18,6	4,42	2,3%	2,5%
OSRAM LICHT	33,80	18,4	14,0	1,44	2,8%	3,1%
SEB SA	138,50	15,6	13,9	3,87	1,6%	1,8%
SOCIETE BIC	76,05	14,2	14,0	2,26	4,3%	4,4%
UBISOFT ENTERTAINMENT	85,96	29,4	23,3	10,79		
UNILEVER	47,38	20,6	19,3	10,99	3,2%	3,5%
Average		22,4	20,1	5,55	2,3%	2,5%

### ■ Derniers résultats

Beiersdorf a enregistré pour le premier semestre de 2018 un chiffre d'affaires en hausse de 2,8%, à 3,6 milliards d'euros. Toutefois, la croissance organique était de 7,7%. Cette progression a été constatée à la fois dans le segment "Consumer" (+1,9% ; +7% en organique) et sur la marque Tesa (+7,5 ; +10,6% en organique). 53,0% des ventes ont été réalisées en Europe, 30,8% en Afrique / Asie / Australie et le reste (16,3%) dans les Amériques.

Le résultat opérationnel a augmenté de 4,3%, à 585 millions d'euros et le résultat net de 2,8%, à 407 millions d'euros.

### ■ Analyse technique

Techniquement parlant, BEI 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.

### ■ Perspectives 2018

Après la publication des résultats semestriels, Beiersdorf a relevé ses prévisions de bénéfices pour 2018. Beiersdorf attend à présent une progression du chiffre d'affaires de près de 5% (contre 3 à 4% auparavant). La prévision concernant le bénéfice (en forte augmentation) reste inchangée et la marge EBIT devrait rester aux alentours du niveau de 2017.

Le Groupe s'attend à ce que les ventes dans le segment des "Consumer" (> 80% des revenus) et celles de Tesa (< 20% des ventes) devraient augmenter de 5 à 6%. Dans le segment de "Consumer" la marge EBIT devrait être légèrement supérieure à celle de l'année dernière, tandis que celle de Tesa devrait être légèrement inférieure.



## ■ PROXIMUS (ISIN BE0003810273 - 22,00 EUR)

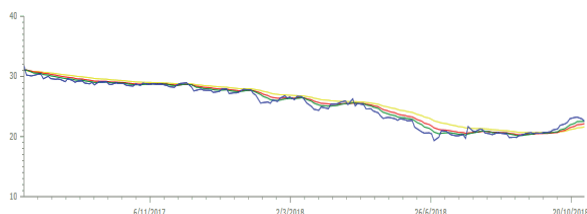
### ■ Profil

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

- prestations de télécommunications aux particuliers (51,7%) : prestations de téléphonie fixe (2 millions de lignes installées à fin 2017), de téléphonie mobile (3,6 millions de clients), de services d'accès à Internet (1,8 million d'abonnés ADSL), de diffusion de télévision interactive (1 560 000 abonnés), etc. ;
- prestations de télécommunications aux entreprises (28,5%) : prestations de téléphonie fixe (580 000 de lignes installées à fin 2017), de téléphonie mobile (2,2 million de clients), de services d'accès à Internet et de transmission de données. Le groupe développe également une activité de vente en gros de minutes de communication à destination d'opérateurs tiers situés en Belgique ;
- prestations de portage (19,8% ; BICS) : prestations de connectivité et de services de capacité à destination d'opérateurs télécoms et de fournisseurs de services internationaux.

### ■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13x  
Cours/Actif Net : 2,30x  
Rendement : 6,80%



### ■ Notre opinion

**Un dividende très attractif jusqu'en 2020, mais qu'advient-il ensuite ?**

#### Analyse financière

Entre l'année 2000 et fin 2017, le taux de croissance annuel moyen des revenus du groupe de télécommunication s'est établi à +0,8% et à +0,9% pour l'EBITDA (chiffres source Bloomberg), soit des niveaux faibles en comparaison au taux de croissance du PIB en Belgique (+1,4% sur la même période) où l'opérateur réalise la majorité de ses revenus. En outre, les revenus sont en diminution depuis l'année 2011, ce qui est certainement en lien avec l'arrivée de deux concurrents sur la 4G cette même année.

Toujours entre 2000 et 2017, l'on soulignera que le groupe a toujours eu la volonté de maintenir une autonomie financière élevée : la part des capitaux propres dans le bilan est d'au moins 30% (35% fin 2017, source Bloomberg). Hormis en 2003, les flux de trésorerie (FCF) se situent structurellement en territoire positif, de quoi poursuivre la politique de dividende généreuse auprès des actionnaires.

Au final donc, le bilan de la société est solide, d'où des notations financières élevées de la part des agences de notation (Long term rating A1 pour Moody's et A pour Standard & Poor's).

Toutefois, entre 2012 et 2015 le montant des dividendes versés aux actionnaires était supérieur aux flux de trésoreries générés : d'où un taux de distribution (FCF payout) au-dessus de 100%, ce qui in-fine a entraîné un changement dans la politique de dividende auprès des actionnaires (le coupon passera ainsi de 2,50 EUR à 1,50 EUR). Actuellement, sur base des perspectives du Groupe (Capex de 1 milliard d'euros) et du consensus (FCF estimé fin 2018 à 489 millions d'euros), le taux de distribution devrait se situer proche des 100%. Ainsi, en cas d'arrivée d'un nouvel acteur dans le secteur en Belgique et/ou d'une hausse importante des besoins d'investissement (Capex), le taux de distribution calculé à partir du flux de trésorerie dépassera les 100%. Quid alors de la politique de dividende post 2019 ?

En effet, au sujet de la politique de dividendes, au 1<sup>er</sup> mars 2018, "le Conseil d'Administration a confirmé son intention de verser un dividende brut total stable de 1,50 EUR par action sur le résultat des exercices 2018 et 2019, pour autant que les résultats financiers de Proximus soient conformes à ses attentes" (exercice 2019 = payable en 2020). Sur base d'un cours situé à 22 EUR, le rendement brut pointe à 6,8%.

#### "Le marché télécom belge invité à s'ouvrir davantage à la concurrence"

Dans un article de L'Echo du 3 mai 2018, nous apprenons que "le gendarme belge des télécoms, l'IBPT, souhaite réécrire les règles du jeu (...)". Plus tard, nous apprenons qu'"un quatrième opérateur mobile négocie son arrivée en Belgique" (source L'Echo 14 juin 2018). Quoi qu'il en soit, nous ne ferons aucune spéculation sur ce sujet fort complexe (car c'est à la fois un sujet économique et politique), néanmoins les investisseurs devront suivre attentivement si oui ou non un nouvel opérateur devait faire son entrée sur le territoire belge.

#### Perspectives sur 2018

Pour fin 2018, Proximus table sur des revenus stables, un EBITDA sous-jacent du groupe en légère croissance et des dépenses d'investissement (Capex) proches d'un milliard d'euros.

#### Recommandation

Sans rentrer dans la complexité du modèle DCF (Discounted Cash Flows), compte tenu du faible taux d'actualisation, la moindre augmentation des taux longs en Belgique aura un impact négatif sur les modèles de valorisation.

Depuis la dernière publication des résultats, l'objectif de cours moyen du consensus pointe à proximité des 25,55 EUR. Toutefois, il nous semble que cet objectif ne prend pas en compte : 1/ le fait que les taux longs puissent reprendre de la hauteur et 2/ la probabilité (le risque) de l'arrivée d'un nouveau concurrent en Belgique.

Compte tenu de ces éléments, nous retirons du consensus le quintile le plus haut, et retenons ainsi une valeur intrinsèque proche des 24 EUR.

# Analyse fondamentale

Dirk Peeters  
Analyste Financier



## VASTNED RETAIL (ISIN NL0000288918 - 32,90 EUR)

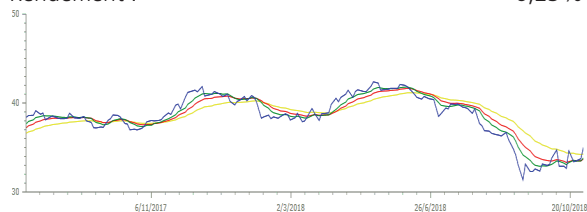
### Profil

VastNed Retail N.V. est une entreprise d'immobilier de détail inscrite à la bourse européenne ciblant les lieux propices au shopping haut de gamme. Le groupe investit dans des villes européennes sélectionnées avec soin. Les locataires de Vastned sont de grandes enseignes de distribution nationales et internationales leaders sur leurs marchés.

A fin 2017, le patrimoine immobilier du groupe, d'une surface locative totale de 271.715 m<sup>2</sup>, s'élève, en valeur comptable, à 1.592 MEUR répartis entre magasins de centre-ville (79,1%) et centres commerciaux (20,9%).

### Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 15,58x  
Cours/Actif Net : 0,72x  
Rendement : 6,23%



### Notre opinion

#### Retour de la croissance des bénéfices en 2019 ?

##### Profil

Vastned Retail est une foncière néerlandaise (REIT) qui dispose d'un portefeuille immobilier (d'une valeur de 1,55 milliard d'euros) qui cible les lieux propices au shopping haut de gamme. Le Groupe opère dans cinq pays : les Pays-Bas (42,5%) ; Belgique (25,1%), France (25,6%) et Espagne (5,9%). Au premier trimestre 2017, le portefeuille turc a été complètement vendu. L'essentiel du portefeuille se concentre dans les zones A des grandes villes (80,7% de la valeur du portefeuille). Au 30 juin 2018, l'ANR EPRA s'élevait à 47,40 EUR par action et le taux d'occupation de 99,2%.

##### Résultat du premier semestre 2018

Vastned Retail a vu ses revenus locatifs progresser de 8,9% au premier semestre 2018, à 37,4 millions d'euros. Les revenus locatifs ont toutefois été complétés par une indemnité de départ de 4,8 millions d'euros due au départ anticipé d'un locataire. Sans cela, nous verrions une diminution de près de 5%. Cette diminution s'explique par la vente d'actifs pour un montant de 122,8 millions d'euros en 2017 et de 63,5 millions d'euros supplémentaires au premier semestre de 2018. Seuls 11 millions d'euros de nouveaux investissements ont été réalisés.

La valeur du portefeuille immobilier s'est élevée à 1,56 milliard d'euros, avec un taux d'occupation de 96,2% et une part de 96,9% pour les actifs du centre-ville.

Le résultat direct par action a augmenté de 10,3%, à 1,18 EUR. Le bénéfice net a diminué de moitié à 32 millions d'euros, en raison principalement de réévaluations positives nettement moins importantes du portefeuille immobilier. Pour le premier semestre 2018, Vastned Retail a versé un acompte sur dividende de 0,71 EUR par action, soit 60% du résultat direct par action (1,18 EUR).

Chiffres (Mln EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Revenu locatif net (NRA)	34,37	37,42	8,9%
Bénéfice net - direct	20,21	21,53	6,6%
Bénéfice net - publié	64,20	32,03	-50,1%
BPA - Direct	1,07	1,18	10,3%
Capitaux propres	909,04	936,17	3,0%

##### Une situation financière saine

Vastned Retail dispose d'une solvabilité élevée (60,7% au 30 juin 2018), d'un faible ratio Loan-to-Value (37,3%), d'un faible ratio d'endettement (39,3%) et 83,8% de ses dettes sont à taux fixes. Le coût de financement moyen s'élevait à 2,5% à juin 2018.

##### Recommandation

Depuis le sommet à 42,40 EUR du 10 mai 2018, le cours de Vastned Retail a chuté de 22% pour atteindre un cours de clôture de 32,9 EUR le 24 octobre 2018. Cela signifie que l'action est inférieure de 16% à la valeur intrinsèque de notre modèle (Flux de trésorerie actualisé) à 38,30 EUR et 30% en-dessous de la dernière EPRA NAV publiée de 47,37 EUR. Pour 2018, la société propose un dividende brut de 2,05 EUR par action, ce qui signifie que le rendement du dividende brut est de 6,2%. 0,71 EUR a déjà été versé à titre d'acompte sur dividende.

La baisse du cours de ces derniers mois s'explique par l'échec de l'offre publique d'achat sur Vastned Retail Belgium. En outre, Vastned Retail est toujours vendeur net d'actifs en 2018, ce qui a pour conséquence une réduction supplémentaire du portefeuille. Cela signifie que 2018 sera une année de transition avec des résultats conformes à ceux de 2017.

Au niveau du cours actuel, nous sommes à "l'Achat" avec un objectif de cours situé à 38 EUR. L'objectif de cours moyen des analystes est de 39,90 EUR par action.

### Analyse technique

Le mouvement fortement haussier des derniers jours devrait perdurer, et il n'y a aucun signe de retournement rapide. Les acheteurs exercent le contrôle sur le titre. VASTN évolue en territoire neutre (l'action n'étant ni sur-achetée ni sur-vendue), mais l'ambiance de marché semble à présent se détériorer. Au vu des mesures statistiques de volatilité historique, un risque de détérioration technique se profile.



## ■ Environnement

La volatilité est revenue sur les marchés financiers en octobre : l'indice S&P500 a varié de plus de 1% au cours d'une séance boursière à dix reprises au cours du mois écoulé. Les actifs risqués ont fortement corrigé au cours du mois d'octobre sans catalyseur particulier. Les résultats publiés pour le troisième trimestre, en particulier aux Etats-Unis, ont été bons avec 85% des entreprises publiant des bénéfices au-dessus des attentes. L'indice S&P 500 a terminé le mois en baisse de 6,8%. Les autres marchés boursiers ont également subi des baisses de même ampleur. Dans cette correction, les actions avec le style "value" ont baissé moins que les actions "growth". Les actions cycliques (technologies, industrielles) ont baissé plus que les actions actives dans des secteurs plus défensifs (soins de santé, opérateurs télécom). Les obligations mondiales ont également reculé au cours du mois écoulé.

L'économie américaine ne montre pas de signes de vacillement. Le taux de chômage a atteint le seuil de 3,7%, soit le niveau le plus bas sur les 50 dernières années. Cette amélioration sur le marché de l'emploi a renforcé la confiance des consommateurs, qui reste proche de ses niveaux record. Le rendement sur les emprunts publics à dix ans a dépassé 3,2% en octobre. Cette hausse a inquiété les investisseurs même si elle résulte plus d'une hausse des taux d'intérêt réels que de craintes liées à l'inflation. D'ailleurs, l'indice des prix à la consommation a reculé avec une progression de 2,3% en rythme annuel. De fait, la hausse des rendements observée sur les obligations américaines suggère que les perspectives de croissance restent saines. Le PIB américain a progressé pour le troisième trimestre de 3,5% en glissement trimestriel. Les dépenses des ménages ont été le principal moteur de cette expansion alors que les exportations ont contribué négativement. Les entreprises ont probablement augmenté les achats de biens importés par anticipation des hausses des droits de douane. Les tensions commerciales avec la Chine ont été une source de préoccupation pour les investisseurs. Ainsi, les entreprises américaines ont souligné que des droits de douane plus élevés sont une source potentielle d'augmentation des coûts. En général, les résultats publiés pour le troisième trimestre par les entreprises américaines sont bons. Mais, les perspectives pour les résultats futurs ont généralement été revues à la baisse.

Au niveau de la zone euro, les récents indices des directeurs d'achat ont continué de décevoir. L'output manufacturier en Allemagne a été plus fortement pénalisé que prévu par de nouvelles normes pour les tests d'émission sur les voitures. Toutefois, l'enquête IFO sur les perspectives des entreprises allemandes a baissé dans une moindre mesure.

Les statistiques sur le commerce international sont plus préoccupantes. En effet, les tensions commerciales semblent avoir affecté l'activité en Europe. Ainsi, la composante des commandes à l'exportation a particulièrement baissé au cours des derniers mois. Certaines données sur l'activité n'ont pas été aussi décevantes. Le taux de croissance des prêts aux entreprises non financières a atteint un niveau de 3,1% en rythme annuel, soit le niveau le plus élevé depuis 2009. L'enquête de la BCE sur les prêts bancaires suggère que la demande de crédit reste saine et que les exigences pour accorder des crédits par les banques se détendent. Cela devrait permettre la poursuite de la croissance dans la zone euro.

Les préoccupations politiques ne se sont pas dissipées au cours du mois écoulé. Le gouvernement italien a soumis son budget 2019 à la Commission Européenne. Il prévoit un déficit budgétaire en augmentation à 2,4% du PIB. La Commission Européenne a rejeté cette proposition de budget et a demandé à l'Italie d'y apporter des révisions afin qu'elle respecte les objectifs budgétaires fixés par les autorités européennes. Suite à l'inquiétude des marchés face à la situation budgétaire de l'Italie, l'écart de rendement entre le taux d'intérêt à dix ans des obligations italiennes et allemandes a augmenté à 320 points de base. La notation de la dette souveraine de l'Italie a été dégradée d'un cran par Moody's mais elle n'a pas été mise dans la catégorie des émetteurs "high yield". Sur le mois d'octobre, les obligations gouvernementales de la zone euro sont restées inchangées alors que les obligations gouvernementales italiennes ont baissées de 1,4%. La recherche de placements sûrs a permis aux obligations allemandes de progresser de 0,6%. L'Union Européenne et le Royaume-Uni n'ont pas réalisé d'avancées significatives au niveau du Brexit alors que l'échéance se rapproche.

Il y a eu des inquiétudes quant à un ralentissement généralisé de la Chine; en partie suite à l'augmentation des tensions commerciales avec les Etats-Unis et en partie suite au choix des autorités politiques et monétaires chinoises de freiner la croissance du crédit. Au troisième trimestre de cette année, la Chine a enregistré une progression de 6,5% de son PIB en rythme annuel. Il s'agit d'un taux légèrement inférieur aux anticipations du marché mais il ne s'agit pas d'un effondrement. Jusqu'à présent, les effets des hausses des droits de douane par les Etats-Unis sur les importations en provenance de la Chine ont partiellement été compensés par la dépréciation de la devise chinoise par rapport au dollar américain. Les autorités chinoises cherchent dorénavant à soutenir l'économie afin d'empêcher un ralentissement significatif. En octobre, la Banque populaire de Chine a réduit le taux de réserve. Son intention est de permettre aux banques chinoises de favoriser la croissance du crédit et donc de stimuler l'économie.

En un mois, le prix du pétrole a perdu dix dollars par baril, passant de 85 à 75 dollars par baril aujourd'hui pour le Brent. Cette baisse reflète que les inquiétudes du marché sur un manque d'offre de pétrole à court terme se sont évanouies. La raison est principalement liée aux exemptions sur les exportations iraniennes décidées à la dernière minute par l'administration américaine. Au cours du mois écoulé, le prix de l'or s'est maintenu au-dessus des 1.200 dollars américains l'once. Il a sans doute bénéficié d'une demande accrue de valeur-refuge dans un contexte de correction des marchés d'actions, et ce malgré l'appréciation du dollar.

Les marchés ont vacillé en octobre, mais sans clair catalyseur. Le contexte fondamental n'a pas changé matériellement. Les États-Unis, où l'économie est probablement la plus avancée dans le cycle, continue de croître à un rythme soutenu. Il existe certains risques en Europe, avec des préoccupations persistantes concernant le Brexit et des incertitudes concernant la situation budgétaire de l'Italie. Les tensions au niveau commerce restent le plus grand risque à court terme. Ce risque a commencé à filtrer à travers les commentaires des entreprises américaines au niveau de leurs perspectives bénéficiaires.

## ■ Transactions

Dans un environnement économique qui reste solide, nous maintenons le cap en restant surpondérés dans les actifs risqués. Cela se traduit par une surpondération des obligations d'entreprises « high yield » dans les portefeuilles obligataires et des actions dans les portefeuilles avec actions. Néanmoins, nous n'avons pas accentué nos surpondérations au cours du mois écoulé et ce malgré la

forte correction des marchés d'actions et la hausse des spreads des obligations « high yield ». Nous considérons que cette amélioration des valorisations des actifs risqués reflète une hausse sensible des risques de dégradation de l'environnement macroéconomique.

Pour les profils de risque plus défensifs, nous avons souscrit à l'émission de l'emprunt émis par la société belge Immobil. Cette société est un promoteur immobilier qui conçoit et gère des projets de bureaux et de logements en Belgique, au Luxembourg, en Pologne et en France. Au 30 juin 2018, il y avait dans le portefeuille près de 822.000 m<sup>2</sup> de projets en développement, dont 12% en bureaux et 88% en résidentiel.

Pour les portefeuilles avec actions, nous avons procédé à deux arbitrages au niveau des actions individuelles au cours du mois écoulé. Ces arbitrages sont principalement motivés par l'idée que dans un environnement devenu plus incertain, il faut privilégier les valeurs de qualité. Nous privilégions donc les sociétés avec une excellente situation financière, un excellent track-record et une forte visibilité en termes de chiffre d'affaire, marges opérationnelles et cash-flows futurs. Nous avons ainsi vendu l'action de la société cyclique ArcelorMittal pour acheter l'action de la société allemande Beiersdorf active dans les soins de la peau. Ses marques phares sont Nivea, Eucerin ou encore Hansaplast. Dans ce souci d'augmenter la qualité des actions détenues en portefeuille, nous avons vendu -avec une perte significative- l'action Ontex pour se positionner sur l'action de la société suisse Richemont. Il s'agit du leader mondial de produits de luxe durables tels que l'horlogerie et la bijouterie (Cartier, Van Cleef & Arpels, Piaget...).

## Perspectives et points d'attention

- La première hausse des taux d'intérêt directeurs par la BCE
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux États-Unis
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine
- La situation budgétaire de l'Italie
- Les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne
- La politique de quotas pétroliers de l'OPEP
- Le durcissement de la liquidité mondiale en dollars américains

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



# L'Investissement Socialement Responsable

Carlo Luigi Grabau  
Administrateur Exécutif  
de Leleux Invest



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

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

### Un contexte porteur ...

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

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

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

### Un cinquième des actifs totaux ...

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

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

Figure 1



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

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

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

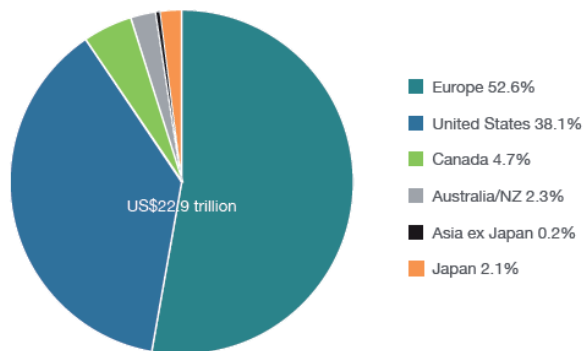
**L'offre de fonds socialement responsables est de plus en plus vaste**

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

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

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

**Figure 2 : Proportion of Global SRI Assets by Region**



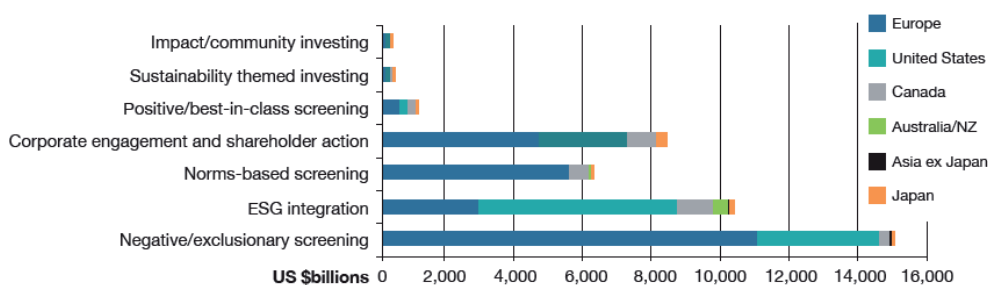
Source : GSIA

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

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

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

**Figure 3 : Assets by SRI Principles**



Source : GSIA

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

■ **Mercredi 12 décembre 2018 : conférence**  
**Un portefeuille d'investissements responsables.**  
**Comment allier rentabilité et développement durable ?**  
 Langue : Français  
 Lieu / Heure : B19 Country Club, Avenue Van Bever 17 - 1180 Uccle / 19h  
 Orateur : Monsieur Carlo-Luigi Grabau, administrateur délégué  
 chez Leleux Invest  
 Inscription : 0800/255 11

<b>BRUXELLES</b>	<b>Siège Social</b> Rue du Bois Sauvage, 17	Tél: +32 2 208 12 11
<b>SOIGNIES</b>	<b>Siège Administratif</b> Rue de la Station, 101	Tél: +32 67 28 18 11
<b>AALST</b>	<b>Agences</b> Capucienelaan, 27	Tél: +32 53 60 50 50
<b>ANTWERPEN</b>	Frankrijklei, 133	Tél: +32 3 253 43 30
<b>ANZEGEM</b>	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
<b>ATH</b>	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
<b>BERCHEM</b>	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
<b>CHARLEROI</b>	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
<b>DEURNE</b>	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
<b>DRONGEN</b>	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
<b>GENT</b>	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
<b>GRIVEGNÉE</b>	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
<b>HASSELT</b>	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
<b>IEPER</b>	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
<b>KNOKKE</b>	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
<b>KORTRIJK</b>	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
<b>LA LOUVIERE</b>	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
<b>LEUVEN</b>	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
<b>LIEGE</b>	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
<b>MECHELEN</b>	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
<b>MELSELE</b>	Kerkplein, 13	Tél: +32 3 750 25 50
<b>MONS</b>	Rue de Bertaimont, 33	Tél: +32 65 56 06 60
<b>NAMUR</b>	Avenue Cardinal Mercier, 54	Tél: +32 81 71 91 00
<b>TOURNAI</b>	Boulevard des Nerviens, 34	Tél: +32 69 64 69 00
<b>UCCLE</b>	Chaussée de Waterloo, 1038	Tél: +32 2 880 63 60
<b>WATERLOO</b>	Chaussée de Louvain, 273	Tél: +32 2 357 27 00
<b>WAVRE</b>	Place H. Berger, 12	Tél: +32 10 48 80 10

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

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

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

Responsable de la rédaction :  
**Olivier Leleux**  
 Date de rédaction :  
**26 octobre 2018**