

Edito

Malgré une dernière séance 2018 teintée de vert, l'indice Bel 20 a reculé de plus de 18% sur les douze derniers mois, signant sa pire contreperformance depuis 2011 lorsqu'il avait lâché 19%, et son cinquième plus mauvais bilan annuel depuis sa création en 1991. Et cette gifle en bourse de Bruxelles n'est malheureusement pas un cas isolé. En Allemagne, l'indice vedette DAX 30 accuse également un recul de 18% sur l'année, alors qu'en France, le marché parisien a abandonné près de 11%, sa plus grande déconfiture depuis 2011. L'indice britannique FTSE 100 accuse quant à lui un recul de plus de 12%, et en dehors de l'Union européenne cette fois, l'indice MSCI des marchés émergents recule de 15%. Tous marchés confondus, l'indice mondial MSCI World affiche une perte sèche de près de 9% cette année.

Et pourtant, au-delà de la psychologie des marchés boursiers, les fondamentaux économiques et politiques n'étaient pas si mauvais que cela en 2018. Prenons par exemple le cas de la construction européenne. Non seulement l'Union a survécu à la crise de 2008, mais elle a également créé 12 millions d'emplois sur les 8 dernières années. Sa monnaie unique, l'Euro, dont de nombreux détracteurs américains avaient systématiquement prédit la mort en 2008, en 2011 et 2012, fêtera bientôt son vingtième anniversaire en 2019. La Grèce, à l'époque moribonde, a recouvré l'accès aux marchés financiers pour assumer seule sa dette publique, tandis que l'Espagne et le Portugal, où les populations ont -tout comme en Grèce- souffert le martyre durant la crise, ont renoué avec la croissance économique. Pour couronner le tout, la zone euro connaît une croissance économique de près de 2% en moyenne ces 8 dernières années. Et les déficits budgétaires des Etats Membres ne sont plus en moyenne que de 1% en Europe, contre 6% aux Etats-Unis. Alors, que s'est-il passé dans l'esprit des opérateurs boursiers en 2018 pour déboucher sur d'aussi piètres performances ?

La réponse est somme toute relativement simple. Un cours de bourse correspond au prix auquel un acheteur et un vendeur s'accordent pour s'échanger une action d'une société. Pour déterminer ce cours, les investisseurs calculent la valeur actuelle des flux de trésorerie (revenus) futurs attendus de ces-mêmes sociétés. L'activité première des marchés se résume à anticiper l'évolution probable de ces revenus. Or, quand de trop nombreux facteurs perturbent les anticipations, les marchés se basent par précaution sur le scénario du

pire. Les investisseurs encaissent alors, par sécurité, leurs bénéfices ou coupent leurs pertes en vendant leurs positions, ce qui se traduit mécaniquement par une pression baissière sur le cours des actions. Les marchés aiment le Oui, ils aiment le Non, mais ne supportent pas le Peut-être, c'est-à-dire l'incertitude.

Et les raisons qui ont détérioré les anticipations dans ce cas ? En 2018, nous avons vu poindre au sein de nombreuses économies développées de la planète, une vague populiste qui a assis au pouvoir des hommes et des femmes dont la politique économique est essentiellement axée sur le repli sur soi. La guerre commerciale déclarée par le président américain Donald Trump à l'encontre de la Chine ne diffère pas d'un autre phénomène tristement isolationniste, à savoir la sortie de la Grande Bretagne de l'Union européenne. Et les répercussions de ce "chacun pour soi" sont largement inconnues : Brexit avec ou sans deal ? Guerre ouverte de tranchées avec la Chine ou possibilité d'un accord partiel ? Outre l'incertitude que cela engendre, le retour du protectionnisme est éminemment dommageable au commerce et aux relations internationales, et ne fera qu'affecter les revenus futurs des entreprises. Certes, certaines sociétés sont moins sensibles aux caprices internationaux et pourraient tirer leur épingle du jeu, mais elles ne représentent désormais plus qu'une infime partie de l'enchevêtrement économique mondial, et seront bien vite rattrapées par l'impact indirect de la vague protectionniste sur la croissance économique de leur seul marché domestique.

En 2018, les marchés ont traduit dans les faits une réalité que beaucoup ont obliérée : la première victime du populisme n'est autre que l'investisseur particulier, lui-même. Dans un climat incertain, la meilleure recommandation est bien entendu la patience, d'une part, et la diversification, d'autre part. Si vous avez construit votre portefeuille en respectant votre horizon temporel et si sa diversification a été sagement pensée, le mauvais épisode des performances de 2018 pourrait être vite oublié. A ce titre, nos chargés de clientèle se tiennent à votre entière disposition pour analyser avec vous votre portefeuille titres et prendre le cas échéant les mesures nécessaires pour le repositionner au mieux en 2019.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi de vous souhaiter une agréable lecture de votre revue mensuelle et de vous présenter nos meilleurs vœux de santé, bonheur et prospérité pour l'An Neuf.

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)

487,88 -6,1%⁽¹⁾ ▼
-10,4%⁽²⁾ ▼

BEL 20 (Belgique)

3.243,63 -7,0%⁽¹⁾ ▼
-18,5%⁽²⁾ ▼

CAC 40 (France)

4.730,69 -5,5%⁽¹⁾ ▼
-11,0%⁽²⁾ ▼

DAX (Allemagne)

10.558,96 -6,2%⁽¹⁾ ▼
-18,3%⁽²⁾ ▼

FTSE (G-B)

6.728,13 -3,6%⁽¹⁾ ▼
-12,5%⁽²⁾ ▼

SMI (Suisse)

8.429,30 -6,7%⁽¹⁾ ▼
-10,2%⁽²⁾ ▼

DJ Stoxx 50 (Europe)

2.760,06 -5,9%⁽¹⁾ ▼
-13,1%⁽²⁾ ▼

DJIA (USA)

23.327,46 -8,7%⁽¹⁾ ▼
-5,6%⁽²⁾ ▼

NASDAQ (USA)

6.635,28 -9,5%⁽¹⁾ ▼
-3,9%⁽²⁾ ▼

TS 300 (Canada)

14.322,86 -5,8%⁽¹⁾ ▼
-11,6%⁽²⁾ ▼

NIKKEI (Japon)

20.014,77 -10,5%⁽¹⁾ ▼
-12,1%⁽²⁾ ▼

MSCI World

1.883,90 -7,7%⁽¹⁾ ▼
-10,4%⁽²⁾ ▼

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2018



Un grand nombre des indicateurs qui tendent à faire apparaître les pics du cycle économique commencent à clignoter en rouge dans plusieurs économies. Certes, certaines mesures d'enquête de la confiance et de l'activité réelle restent à des niveaux assez élevés. Mais leur direction suggère qu'un ralentissement synchronisé est en cours. Le PIB mondial au dernier trimestre a progressé à son rythme le plus lent depuis 2016. L'économie mondiale devrait continuer à perdre de la vigueur au cours des prochaines années, du fait des ralentissements aux États-Unis et en Chine. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente ayant déjà dépassé son sommet, une croissance du PIB inférieure à la tendance devrait être suffisante pour convaincre la Fed d'arrêter à augmenter les taux d'intérêt à partir du second semestre de 2019. Et compte tenu des difficultés de l'économie chinoise, les mesures de relance, y compris les réductions des réserves obligatoires annoncées récemment par la banque centrale de Chine, ne devraient stabiliser la croissance que plus tard dans l'année et ne devraient pas conduire à un rebond significatif. De plus en plus de signes indiquent que la croissance du PIB de la zone euro ne sera pas aussi bonne en 2019 qu'en 2018, ce qui augmente le risque que la BCE attende après septembre 2019 avant de relever ses taux.

En décembre, le PMI composite mondial est tombé à son plus bas niveau en plus de deux ans. Il suggère que la croissance du PIB mondial se situe autour de 3% en rythme annualisé. Les indices composites ont chuté dans toutes les économies au second semestre 2018, à l'exception de l'Inde. Le ralentissement de la croissance du secteur manufacturier de la zone euro observé au cours de l'année 2018 s'est poursuivi en décembre. Il résulte d'une nouvelle baisse du volume global des nouvelles commandes. Ce recul de la demande s'explique notamment par les difficultés actuelles de l'industrie automobile ainsi que par le renforcement des incertitudes politiques et économiques. Le pessimisme des fabricants s'est par ailleurs renforcé au cours des derniers mois. Les perspectives d'activité affichant en effet leur plus faible niveau depuis la fin de l'année 2012. Ces prévisions de baisse de l'activité reflètent l'inquiétude des entreprises européennes quant aux tensions commerciales, à l'instabilité politique actuelle et au resserrement du crédit.

Les ventes au détail dans les économies avancées devraient avoir augmenté de 0,4% en novembre. Cependant, le taux de croissance en glissement annuel est tombé à son plus bas niveau en quatre ans et demi et est compatible avec l'idée que la croissance globale de la consommation dans les économies avancées ralentit au quatrième trimestre. D'ailleurs, la confiance des consommateurs est en chute dans presque toutes les économies avancées. Elle est tombée à un plus bas des deux dernières années dans la zone euro et semble avoir dépassé son sommet aux États-Unis.

Les dernières données publiées par le bureau néerlandais du CPB suggèrent que les volumes du commerce mondial ont augmenté de 1% en octobre, alors que la reprise des exportations des économies avancées compensait la baisse enregistrée par les pays émergents. Sur base trimestrielle, la croissance du commerce mondial s'est récemment stabilisée à un peu moins de 4%. Les autres mesures du commerce mondial sont moins encourageantes. La croissance du fret aérien et du trafic de conteneurs maritimes a poursuivi sa tendance à la baisse et se situe autour de 2%. De plus, les enquêtes restent décevantes. Les nouvelles commandes à l'exportation ont diminué dans toutes les grandes économies. Enfin, compte tenu du cessez-le-feu temporaire dans le conflit entre les États-Unis et la Chine et de la décision de ces pays de tenir des négociations commerciales en janvier, le poids du commerce affecté par les droits de douane imposés l'année dernière devrait rester modeste pour le moment.

La croissance de l'emploi est restée relativement stable aux États-Unis et est d'environ 1,50%. Elle a plongé dans la zone euro mais a continué à progresser au Japon. Les dernières enquêtes laissent entrevoir un rythme plus lent, mais toujours correct, de la création d'emplois dans les économies avancées dans les mois à venir. Les gains soutenus de l'emploi ont maintenu les taux de chômage inférieurs ou proches de leurs sommets d'avant la crise dans la plupart des principales économies avancées. Aux États-Unis, le taux de chômage est resté proche de son plus bas niveau en 49 ans et la croissance des salaires y a continué à augmenter progressivement. Les gains horaires ont augmenté de 3,2% l'an dernier. Enfin, la baisse continue du taux de chômage dans la zone euro laisse entrevoir une nouvelle hausse de la croissance des salaires dans les mois à venir.

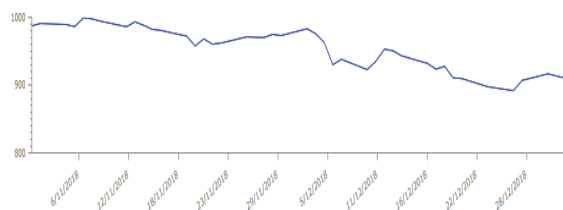
En moyenne, l'inflation sous-jacente dans les économies de l'OCDE reste faible et stable, et ce depuis sept ans. Nous pensons qu'elle a atteint un sommet aux États-Unis et qu'elle est dans une tendance à la hausse progressive dans les autres grandes économies. Les prix du pétrole ont chuté de 30 dollars au cours des trois derniers mois. L'annonce faite en décembre par l'OPEP et la Russie de réduire la production de 1,2 million de barils par jour à compter du début de 2019 n'a pas suffi à apaiser les inquiétudes relatives à l'offre excédentaire. En effet, la production américaine de schiste a tellement augmenté que les États-Unis sont maintenant le premier producteur mondial de pétrole. Dans le même temps, les investisseurs semblent penser que la croissance mondiale devrait ralentir, ce qui devrait peser sur la demande de pétrole. La baisse des prix du pétrole a commencé à peser sur l'inflation totale. Cette forte baisse des prix du pétrole devrait entraîner une forte baisse de l'inflation cette année. Combinée aux préoccupations plus générales concernant la croissance économique future, la baisse des prix du pétrole a pesé sur les attentes des investisseurs en matière d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro. La baisse des prix de l'énergie a également commencé à réduire l'inflation globale dans les principales économies émergentes.



Europe

Comme chacun le sait, le bulletin scolaire ou bulletin de notes, est un document envoyé périodiquement par l'administration d'un établissement scolaire aux parents des élèves. Si l'on devait s'amuser à en dresser un pour les indices boursiers en Europe sur l'année 2018, l'on pourrait certainement y lire : "un élève qui s'investit, mais des résultats qui sont loin d'être satisfaisants", ou de manière plus sarcastique "manque de travail pour pouvoir être évalué", voire même plus tranchant "se contente de tirer ses camarades vers le bas en faisant le pitre en classe". En effet, malgré l'arrivée d'Emmanuel Macron (relance de l'Europe...), des faibles niveaux de valorisation et des solides perspectives bénéficiaires (+8% sur l'année écoulée), les performances des indices boursiers restent une fois de plus décevantes. Gageons que l'année 2019 soit celle du réveil et que les prochains bulletins de notes soient meilleurs !

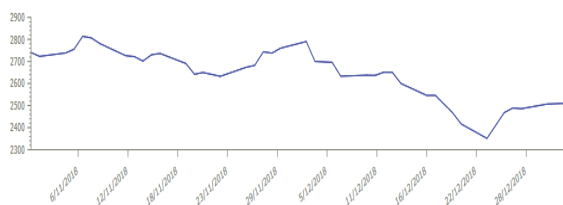
EURO STOXX 50



États-Unis

Soutenu par les géants du numérique, les indices américains ont enregistré un record en 2018 avant une veillée de Noël cauchemardesque. A l'issue de la demi-séance à la veille du réveillon, le célèbre indice Dow Jones a perdu plus de 650 points, soit un plongeon de près de 3%. Au final, le plus vieil indice boursier a perdu 9% en décembre, soit le plus mauvais mois depuis 1931. Avec les anticipations d'un ralentissement économique mondial, les investisseurs espéraient que la Réserve fédérale lève le pied en matière de normalisation monétaire. Or, une quatrième hausse de taux a eu lieu fin décembre et le président de la Fed en a annoncé deux de plus en 2019. Dans cet environnement déjà bien complexe pour les investisseurs, les négociations autour du budget fédéral ont encore alimenté les incertitudes. Au jeu du bulletin de note, l'on pourrait donc y lire : "ce n'est pas parce que l'on est le premier de la classe qu'il faut relâcher ses efforts en fin d'année".

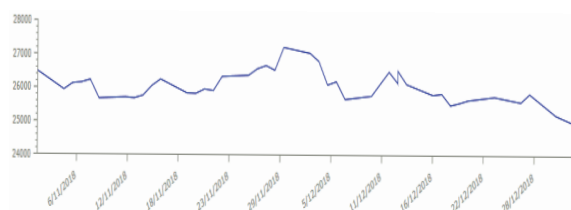
S&P 500



Pays émergents

2018 a été une véritable « année de chien » (signe astrologique chinois de 2018) pour les places de Shanghai et Shenzhen, qui ont perdu le quart de leur valeur. Cette contre-performance s'explique à la fois par le ralentissement de l'économie chinoise et par le bras de fer commercial avec les Etats-Unis. D'après l'horoscope chinois, 2019 sera l'année du Cochon, une période qui selon certains devrait être propice aux gains financiers et aux investissements.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	56,0	56,0	16/01
EMU	Evolution de l'indice des prix à la consommation	-	0,00%	17/01
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-	-0,10%	23/01
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	24/01
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-0,90	25/01
EMU	Allemagne : indice de confiance IFO	-	97,3	25/01
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	2,50%	2,50%	30/01
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	-1,00%	30/01
EMU	Confiance économique	108,2	107,3	30/01
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	-	54,1	01/02
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	58,5	57,6	05/02
JAP	Produit Intérieur Brut	-	-2,5%	14/02

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
2,68%	-30 ⁽¹⁾ ↓ +28 ⁽²⁾ ↑
EUR	
0,24%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -19 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
0,24%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -19 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
0,50%	-7 ⁽¹⁾ ↓ -8 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
0,78%	+2 ⁽¹⁾ ↑ +14 ⁽²⁾ ↑
Espagne	
1,42%	-9 ⁽¹⁾ ↓ -15 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
0,55%	-5 ⁽¹⁾ ↓ -5 ⁽²⁾ ↓
France	
0,71%	+3 ⁽¹⁾ ↑ -7 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
4,40%	+13 ⁽¹⁾ ↑ +28 ⁽²⁾ ↑
Irlande	
0,90%	-1 ⁽¹⁾ ↓ +23 ⁽²⁾ ↑
Italie	
2,74%	-47 ⁽¹⁾ ↓ +73 ⁽²⁾ ↑
Pays-Bas	
0,39%	-6 ⁽¹⁾ ↓ -14 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
1,72%	-11 ⁽¹⁾ ↓ -22 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2018
en points de base

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

La Banque centrale européenne a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. La BCE a également décidé que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) cesseront en décembre 2018. Dans le même temps, la BCE a approfondi ses indications prospectives sur les réinvestissements. Elle entend les poursuivre en totalité pour les titres arrivant à échéance, acquis dans le cadre de l'APP et pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever les taux d'intérêt directeurs.

La BCE considère que les données disponibles sont en retrait des anticipations, en raison du fléchissement de la demande extérieure mais aussi de certains facteurs spécifiques à des pays et à des secteurs. Cependant, la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion de la zone euro et la hausse progressive des tensions inflationnistes. Ces évolutions confortent la confiance de la BCE dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif, au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs. Cela étant, les incertitudes liées à des facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers demeurent fortes. Par conséquent, la BCE considère qu'un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour appuyer la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Les indications de la BCE sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs, associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis, continuent d'apporter le degré nécessaire de soutien monétaire en vue d'une convergence durable de l'inflation vers son objectif. En tout

état de cause, la BCE se tient prête à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

Comme attendu par la majorité des intervenants, la Banque centrale américaine a relevé en décembre la fourchette cible des 'fed funds' de 25 points de base à 2,25%-2,50%. Cette décision a été adoucie par la légère révision à la baisse des prévisions des membres de la Fed en ce qui concerne les hausses de taux d'intérêt supplémentaires en 2019 et au-delà. Néanmoins, avec un vote unanime et avec une projection de taux pour la fin de 2019 revue à la baisse de 20 points seulement, la politique monétaire ne semble pas aussi accommodante que certains anticipaient.

La déclaration publiée après la réunion de la Fed faisait peu référence aux turbulences sur les marchés. La croissance économique était encore qualifiée de "forte". Même si la Fed pense toujours que la balance des risques est "à peu près équilibrée", elle a ajouté dans son communiqué qu'elle "continuera à surveiller les développements financiers mondiaux et économiques". Le FOMC a maintenu le libellé de sa déclaration selon laquelle "de nouvelles augmentations progressives" du taux des 'fed funds' seront nécessaires.

Dans l'ensemble, nous prévoyons toujours que la Fed relèvera ses taux deux fois au premier semestre de 2019, avant qu'un ralentissement de la croissance du PIB ne la contraigne à cesser de les relever. Toutefois, la balance des risques pesant sur ces prévisions est clairement à la baisse, en particulier si l'inflation reste en deçà de l'objectif de 2% au premier semestre de l'année prochaine et que le contexte économique mondial continue de s'affaiblir.

Marchés obligataires

Alain Zilberberg
Head of Asset Management



Les actifs risqués ont considérablement diminué en décembre en raison du resserrement de la Réserve fédérale américaine, de l'incertitude politique (tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, fermeture du gouvernement américain, mur à la frontière mexicaine, Brexit et Italie), de la forte baisse du prix du pétrole et de la faiblesse des données économiques. Dans cet environnement d'aversion au risque, les titres à revenu fixe ont fonctionné comme prévu, les titres du Trésor et les entreprises de qualité ayant attiré des capitaux en quête de qualité et ont surperformé tous les autres segments du marché obligataire. Les prix des obligations de crédit moins bien notées (BBB et High Yield) ont fortement reculé suite aux craintes d'un ralentissement économique et à l'aversion au risque des investisseurs.

La tendance sur le marché du crédit européen a été similaire. Les obligations de crédit de bonne qualité ont peu décliné : la hausse des écarts de rendement des obligations des entreprises par rapport aux obligations souveraines a été compensée par la baisse des taux sur les emprunts publics. Les investisseurs ont continué à s'éloigner du segment des obligations d'entreprises plus risquées entraînant un accroissement des spreads. Cette augmentation reflète très probablement une réévaluation du risque plutôt qu'une hausse des probabilités de défaut. Les spreads de crédit demeurent inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce du programme d'achat de titres du secteur des entreprises.

Comme prévu la Banque centrale européenne a confirmé la fin de son programme de relance monétaire après quatre ans d'achat d'actifs. En fin de période, le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA) s'est établi à -36 points de base. La courbe des taux anticipés de l'EONIA s'est déplacée légèrement vers le bas au cours du mois de décembre. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2021, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs dans la zone euro.

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Décembre 2018	total 2018
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	0,5%	2,4%
Etats-Unis (\$)	2,1%	0,7%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	0,2%	-1,3%
Etats-Unis (\$)	1,5%	-2,2%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-0,5%	-3,4%
Etats-Unis (\$)	-2,2%	-1,5%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 31/12/18	Variation depuis 31/12/17
Investment Grade		
AAA	1,58%	55
AA	1,35%	34
A	0,76%	13
A	1,25%	35
BBB	1,98%	77
High Yield	4,97%	197

Source : Markit Iboxx

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 31/12/18	Variation depuis 31/12/17
Euribor 3 mois	-0,31%	2
OLO 2 ans	-0,53%	-3
OLO 5 ans	-0,03%	12
OLO 7 ans	0,29%	7
OLO 10 ans	0,78%	14
OLO 30 ans	1,77%	8

Source : Bloomberg

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
CAD	IBRD	2,200%	18.01.2022	100,00%	2,20%	I+++	CA459058GN73	1.000
EUR	RCI Banque	2,000%	11.07.2024	100,50%	1,90%	I	FR0013393774	1.000
EUR	Fresenius	1,875%	15.02.2025	100,00%	1,87%	I	XS1936208252	1.000
GBP	IADB	1,250%	15.12.2022	99,85%	1,29%	I+++	XS1937066493	1.000
NOK	EIB	1,500%	26.01.2024	99,00%	1,71%	I+++	XS1555330999	10.000
USD	AB Inbev	4,150%	23.01.2025	100,50%	4,05%	I+	US03523TBX54	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)

0,87 -1,3%⁽¹⁾ ↓
+4,7%⁽²⁾ ↑

GBP/EUR (G-B)

1,11 -1,3%⁽¹⁾ ↓
-1,2%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,80 +2,1%⁽¹⁾ ↑
+7,5%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -1,8%⁽¹⁾ ↓
-0,6%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,39 -0,1%⁽¹⁾ ↓
-0,2%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,89 +0,2%⁽¹⁾ ↑
+3,8%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,61 -4,8%⁽¹⁾ ↓
-5,5%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,64 -3,8%⁽¹⁾ ↓
-3,5%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,89 +1,0%⁽¹⁾ ↑
-0,8%⁽²⁾ ↓

PLN/EUR (Pologne)

0,23 +0,1%⁽¹⁾ ↑
-2,4%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,31 +0,7%⁽¹⁾ ↑
-3,2%⁽²⁾ ↓

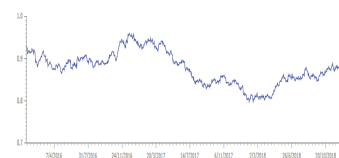
SEK/EUR (Suède)

0,10 +1,5%⁽¹⁾ ↑
-3,2%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2018
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de 2,25%
par rapport à l'euro

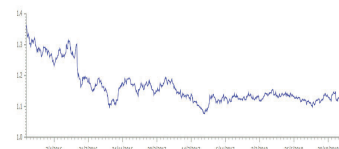
USD/EUR

Sur décembre, l'euro était stable face au dollar grâce notamment à l'apaisement des inquiétudes autour de l'Italie. Au sujet du dollar américain, la Réserve fédérale (Fed) a procédé sans surprise à la quatrième hausse de ses taux d'intérêts en 2018 (à 2,5%).



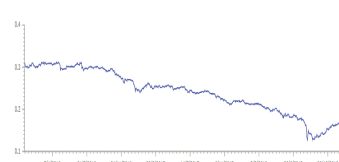
GBP/EUR

À un peu moins de quatre mois de la sortie prévue du Royaume-Uni de l'Europe, la livre sterling a de nouveau décroché. La devise britannique est au plus bas sur 1 an.



TRY/EUR

La livre turque a traversé les enfers en 2018, avec un plongeon de 25% par rapport à l'euro. Ainsi, cette devise est l'une des monnaies les plus sous-évaluées dans la sphère des pays émergent.



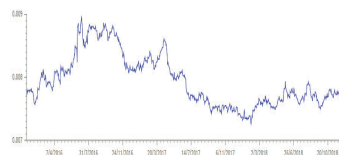
NOK/EUR

Comme déjà indiqué, le NOK est très étroitement corrélé au prix du pétrole. Ainsi, avec la forte chute du pétrole en décembre, la couronne norvégienne a elle aussi reculé.



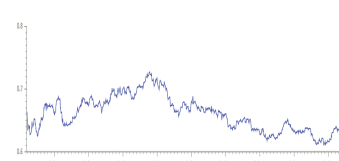
JPY/EUR

Les inquiétudes sur la croissance économique mondiale et des interrogations portant sur la politique future de la FED ont fortement dopé le yen sur le mois de décembre.



AUD/EUR

Le dollar australien continue d'évoluer en fonction des questions autour du commerce international. Les tensions encore présentes entre les Etats-Unis et la Chine ont donc fait pression sur la devise australienne.





Performance boursière

Le taux d'intérêt belge à long terme est resté quasiment inchangé durant le mois de décembre et a terminé le mois à 0,77 % (+1 points de base). Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour réaliser nos valorisations) a progressé de 2 points de base à 1,52 %, la courbe des taux restant ainsi inchangée.

Les SIR ont assez bien tenu le choc sur des marchés volatiles et ont grimpé de 1,2 % en moyenne au mois de décembre. Les plus fortes baisses sont à mettre au compte de Vastned Retail Belgium (-4,7 %), Wereldhave Belgium (-2,4 %) et XIOR (-1,6 %). Les plus fortes progressions sont à mettre à l'actif d'Aedifica (+7,1 %) et d'Ascencio (+6,6 %). Au cœur d'une importante transformation, c'est QRF qui a fait l'actualité en décembre.

Information financière

XIOR achète le site Annadal à Maastricht pour 62,6 millions d'EUR. Annadal est un ancien hôpital transformé en 723 unités de logement pour étudiants. Celles-ci sont toutes louées à l'université de Maastricht et à la Stichting Studenten Huisvesting par le biais de contrats à long terme. Le rendement initial s'élève à 6,2 %. XIOR finance l'acquisition pour 30 millions d'EUR via l'émission de 800 000 actions nouvelles à 37,5 EUR par action. Le solde sera financé par endettement.

Warehouses Estates Belgium a payé un dividende intérimaire brut de 3,45 EUR par action pour l'exercice, qui compte 15 mois, et se terminera désormais le 31 décembre. Un éventuel dividende intérimaire final sera payé le 30 avril 2019.

QRF voit s'en aller son CFO Preben Bruggeman. Il sera aux commandes des finances de Home Invest Belgium à compter du 7 janvier. Mai 2019 verra en outre le départ du CEO Anneleen Desmyter.

La famille Vanmoerkerke, déjà propriétaire de 9,5 % de QRF, réalise un apport en nature de 9 bâtiments commerciaux à Anvers et Ostende, pour montant total de 23,8 millions d'EUR. La contribution est faite pour un rendement attractif de 4,95 %. La transaction est financée par l'émission de 1 487 500 actions nouvelles à 16,0 EUR par action nouvelle, ou une réduction de 29,5 % sur la dernière VNI EPRA publiée (22,71 EUR). Après l'opération, la famille Vanmoerkerke possédera 28,3 % de QRF et deviendra actionnaire de référence ainsi que gérant statutaire. Les frais de gestion diminuent ainsi d'un seul coup de 15 % pour QRF.

L'entreprise avait programmé une assemblée générale extraordinaire (AGE) le 18 décembre 2018, en vue de décider d'une part à propos d'une réduction de capital et d'autre part à propos d'un changement d'objet social. Faute de quorum, c'est l'AGE du 9 janvier 2019 qui tranchera sur les points présentés à l'ordre du jour, quel que soit le nombre de parts représentées à l'assemblée.

Le point 5 de l'ordre du jour de l'AGE prévoit la réduction du poste capital, la réduction devant passer aux primes d'émission non distribuables. Cela rend réaliste le scénario dans lequel QRF ne verserait ou ne pourrait verser aucun dividende pour 2018, d'une part en raison de l'insuffisance des réserves disponibles (Art. 617 du Code civil) et d'autre part parce qu'aucune obligation de distribution (règle de 80 %) n'existe dès lors que le produit de la vente de 4 magasins a été utilisé pour réduire la dette.

Aedifica investit un nouveau marché à travers une méga-acquisition de 500 millions d'EUR au Royaume-Uni. Aedifica achète 93 maisons de repos pour 450 millions de GBP. L'opération est entièrement financée par endettement, ce qui augmente le taux d'endettement de 10 points de pourcentage. Le rendement initial s'élève à 7 % sur la base de contrats en triple net (tous les frais pour le locataire) avec 14 opérateurs différents et une durée moyenne de plus de 22 ans.

Prestations

Entreprise	Cours	Variations depuis			Cours/Bénéfice	Rendement
		31/11/18	31/12/17	30/12/17		
Aedifica	78,70	7,1%	3,4%	3,4%	22,5	3,5%
Care Property Invest	20,20	-0,5%	9,6%	9,6%	23,6	3,6%
XIOR	38,00	-1,6%	6,3%	6,3%	27,1	3,2%
Home Invest Belgium	91,40	2,9%	8,1%	8,1%	28,3	5,1%
QRF	13,80	-0,7%	-39,5%	-39,5%	9,3	8,2%
Retail Estates	77,00	4,5%	10,9%	10,9%	14,2	5,0%
Vastned Retail Belgium	40,90	-4,7%	-4,7%	-4,7%	16,7	6,0%
Ascencio	49,90	6,6%	-5,4%	-5,4%	11,2	7,1%
Wereldhave Belgium	82,20	-2,4%	-9,2%	-9,2%	14,2	6,3%
Warehouses Estates Belgium	48,80	2,7%	-7,7%	-7,7%	12,0	7,4%
Leasinvest Real Estate	87,40	0,0%	1,3%	1,3%	14,3	5,9%
Befimmo	48,55	-1,1%	-3,0%	-3,0%	12,6	7,2%
Cofinimmo	108,50	0,8%	7,5%	7,5%	16,5	5,1%
Montea	59,80	4,2%	41,0%	41,0%	21,3	3,8%
WDP	115,20	-0,7%	28,9%	28,9%	19,0	4,2%
Intervest Offices & Warehouses	20,60	2,0%	6,9%	6,9%	12,7	6,8%

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



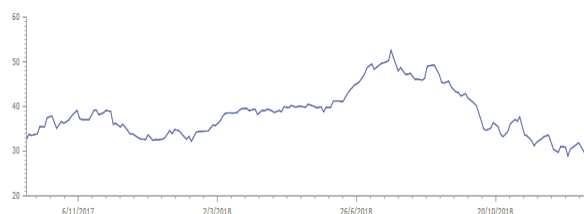
DELIVERY HERO (ISIN DE000A2E4K43 - 27,62 EUR)

Profil

Delivery Hero figure parmi les leaders mondiaux de l'exploitation de places de marché de prise de commandes et de livraison en ligne de repas. En 2017, le groupe a traité 291,5 millions de commandes en Europe (73,3 millions), au Moyen Orient et en Afrique du Nord (123,1 millions), en Asie (67,6 millions) et en Amérique (27,5 millions). A fin 2017, Delivery Hero compte plus de 150 000 restaurants partenaires et près de 20 millions de clients actifs. La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (36,5%), Moyen Orient et Afrique du Nord (28,2%), Asie (26,6%) et Amériques (8,7%).

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	N/A
Cours/Actif Net :	3,55x
Rendement :	N/A



Notre opinion

Le dîner est servi... mais plus en Allemagne

Profil

Delivery Hero cède ses activités de livraison de repas en Allemagne (Lieferheld, Pizza.de et Foodora) à Takeaway.com pour un montant de 930 millions d'euros, dont :

- 508 millions d'euros en espèces, et
- 9,5 millions d'actions Takeaway.com (422 millions d'euros)

Après l'opération, Delivery Hero détiendra 18% de Takeaway.com et aura le droit d'avoir une personne au conseil d'administration de Takeaway.com tant que sa participation restera supérieure à 9,99%.

Les attentes sont élevées

Après la vente des activités allemandes, la trésorerie atteint environ près de 1 milliard d'euros. Delivery Hero investira une partie de cette somme pour sa croissance future, avec un impact négatif sur l'EBITDA en 2019 de 250 millions d'euros. Les investissements devraient générer un chiffre d'affaires supplémentaire de 45 millions d'euros et un EBITDA supplémentaire de 81 millions d'euros à partir de 2020.

À la suite de cette opération, Delivery Hero relève ses attentes pour 2019. Delivery Hero s'attend maintenant à un chiffre d'affaires compris entre 1.080 et 1.150 millions d'euros pour 2019. La société s'attend à ce que les activités européennes atteignent l'équilibre (= pas de bénéfice) au second semestre 2019 et que la partie MENA (Moyen-Orient et Amérique du Nord) génère un EBITDA ajusté de 70 millions d'euros.

En raison des investissements prévus, l'EBITDA ajusté pour 2019 se traduira par une perte de 270 à 320 millions d'euros.

Analyse financière

Les fonds propres au 30 juin 2018 s'élevaient à 1,84 milliard d'euros, ce qui correspond à un ratio d'endettement sur fonds propres de 17,2%. Par souci d'exhaustivité, il convient de mentionner que 1,17 milliard d'euros d'actifs incorporels (en particulier de goodwill) figurent au bilan. D'autre part, compte tenu du modèle commercial (services), il n'y a pratiquement pas de stock.

Delivery Hero dispose d'une trésorerie de 666 millions d'euros (et de +/- 1 milliard d'euros après la vente des activités allemandes) et n'a aucune dette financière. La plus grande partie des sommes empruntées sont constituées de dettes commerciales (fournisseurs) et d'impôts différés.

Un modèle économique intéressant

Plusieurs éléments rendent le modèle économique de Delivery Hero attrayant :

- Le groupe estime son marché à plus de 70 milliards d'euros;
- Les clients augmentent systématiquement le nombre de commandes passées.
- Le comportement du client est hautement prévisible et peut être modélisé.
- Le groupe progresse en matière d'innovation et de technologie;
- Il est déjà un acteur mondial majeur dans son domaine d'activité;
- Il existe différents moteurs de croissance : croissance du marché, croissance de la part de marché, amélioration des marges et consolidation par absorption de petits acteurs.

De plus, l'activité du groupe n'est pas très capitalistique. Delivery Hero reçoit d'abord l'argent pour les repas livrés et ne paie ses fournisseurs que plus tard. De ce fait, l'entreprise (comme les supermarchés) n'a pas vraiment besoin de dettes financières pour financer ses activités.

Recommandation

Delivery Hero n'est pas encore rentable, mais pourrait atteindre son seuil de rentabilité en 2019 avant déduction des coûts d'investissement prévus de 250 millions d'euros.

L'objectif de cours moyen des analystes se situe à 46,80 EUR, avec un maximum de 57 EUR et un minimum de 35 EUR. Nous utilisons un objectif de cours plus conservateur à 45 EUR, pour tenir compte de la forte volatilité.

Analyse technique

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

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



HELLOFRESH (ISIN DE000A161408 - 6,59 EUR)

Profil

Hellofresh SE est une entreprise allemande qui fournit des services de restauration en ligne. La Société offre des ingrédients préportionnés qui permettent aux abonnés de préparer des repas maison chaque semaine à l'aide de ses recettes. Les utilisateurs ont le choix entre différents types de repas et de recettes qui sont livrés les jours de semaine sélectionnés. La Société livre ses produits à des clients dans différentes régions géographiques. Les activités commerciales de la Société sont divisées en deux secteurs d'exploitation : le secteur des États-Unis, qui comprend les activités aux États-Unis et le secteur International, qui comprend les activités en Australie, en Autriche, en Belgique, au Canada, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et au Royaume-Uni. La société opère sous la marque HelloFresh.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : N/A
Cours/Actif Net : 5,59x
Rendement : N/A



Notre opinion

Forte croissance malgré la forte concurrence

Derniers résultats

HelloFresh a vu ses ventes progresser de 39,5%, à 302,2 millions d'euros au troisième trimestre de 2018, confirmant ainsi son objectif annuel d'une croissance des ventes de 32%. La marge est passée de 23,2% sur le T3 2017 à 25,9% pour le T3 2018. L'objectif d'une marge à la fin de l'année d'au moins 25% sera également atteint.

Pour le deuxième trimestre consécutif, le segment international a déjà généré un EBITDA ajusté positif. Au niveau du groupe, toutefois, le chiffre reste négatif (-26 millions d'euros) compte tenu des investissements nécessaires pour soutenir la croissance et protéger sa position sur le marché.

Chiffres (Mln EUR)	T3 2017	T3 2018	Δ%
Revenus	216,7	302,2	39,5%
EBITDA - ajusté	-17,4	-26,0	-49,4%
# Clients actifs (millions)	1,28	1,84	43,7%
# Nombres de commandes (millions)	4,63	6,34	36,9%
# Repas livrés (millions)	33,7	46,5	38,2%

Capital Markets Day

Le 13 novembre 2018, HelloFresh a organisé son Capital Markets Day. La société a montré qu'au T2 2018, toutes les promesses faites lors de l'introduction en bourse étaient tenues. HelloFresh est le leader sur tous les marchés, avec des parts de marché comprises entre 40% et 70%.

Des études prévoient que d'ici 2022, 70% des ménages achèteront de la nourriture en ligne, soit un marché alimentaire total estimé à 9.000 milliards d'euros au niveau mondial. Obtenir le leadership et la part de marché est donc l'objectif stratégique le plus important pour le moment.

Perspectives

HelloFresh espère atteindre une croissance de 32% de son chiffre d'affaires en 2018, avec une marge au minimum de 25%.

On s'attendait à ce que HelloFresh puisse atteindre le niveau de break even au quatrième trimestre 2018 (pas de perte/pas de profit). Cet objectif a même presque été atteint au T2 2018. HelloFresh a toutefois décidé d'en tirer parti pour augmenter sa part de marché en réduisant les prix et en augmentant les dépenses de marketing (s'assurant ainsi une croissance à long terme). La société prévoit à présent d'atteindre le niveau de break even en 2019. L'investissement total s'élèvera à plus de 35 millions d'euros.

Recommandation

HelloFresh doit faire face à la concurrence accrue des supermarchés qui proposent également des boîtes à repas. Toutefois, grâce à sa forte position sur le marché et à sa répartition géographique, HelloFresh devrait être en mesure de remonter la pente. Étant donné que la société utilise principalement un modèle d'abonnement, elle bénéficie également d'une visibilité relativement élevée sur son futur chiffre d'affaires.

L'objectif de cours moyen des analystes se situe à 15,30 EUR, ce qui offre un potentiel de hausse de 132% ! Nous sommes à l'Achat.

Analyse Fondamentale

Verdict Principal

Sur base des derniers comptes annuels officiels de la société (2017/12/31), la santé financière de HFG peut être vue comme étant extrêmement solide. Par "santé financière", on entend les éléments qui ont essentiellement trait à la structure de l'entreprise (son architecture), et à la solvabilité. A l'analyse des éléments de type conjoncturel (c'est-à-dire ceux qui dépendent essentiellement du cycle économique, comme la croissance ou la rentabilité), la société semble faire face à quelques difficultés.

Structure

HFG a une excellente structure financière. Cela signifie que, en moyenne, la société est très bien capitalisée et/ou montre très peu d'endettement financier. Cela rend HFG plutôt invulnérable aux changements actuelles des conditions économiques.

Solvabilité

La société a une solvabilité suffisante. Cela signifie que le groupe devrait être capable d'assurer le service de sa dette financière et des autres endettements (fournisseurs, impôts, personnel) sans endommager trop fortement la performance de la société.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



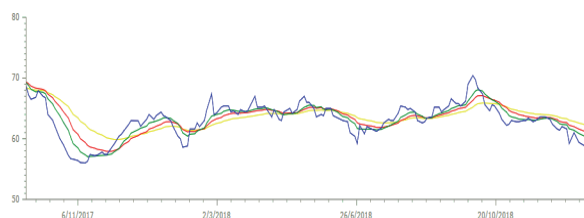
■ VGP (ISIN BE0003878957 - 61,4 EUR)

■ Profil

VGP est spécialisé dans la détention, le développement et la gestion d'actifs immobiliers semi-industriels situés en Europe centrale et en Allemagne. A fin 2017, le portefeuille immobilier du groupe, d'une surface brute locative totale de 445.958 m², s'élève, en valeur de marché, à 627,7 M EUR. La répartition géographique des revenus locatifs bruts est la suivante : Allemagne (35,9%), République Tchèque (17,9%) et autres (46,2%).

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 13,4x
Cours/Actif Net : 1,6x
Rendement : 6,01%



■ Notre opinion

VGP est à présent une valeur de rendement

Profil

Depuis sa création en 1998, VGP s'est bâti une solide réputation en tant que développeur et exploitant d'actifs industriels et logistiques. En 2016, VGP a accéléré sa croissance grâce à la joint-venture 50%/50% conclue avec Allianz Real Estate pour une durée de 10 ans. L'investissement initial s'est élevé à 500 millions d'euros et sera étendu à 1,5 milliard d'euros.

Au 30 juin 2018, le portefeuille immobilier a une valeur de 515,8 millions d'euros avec un taux d'occupation des contrats de location de 99,4%. Le portefeuille de la joint-venture avec Allianz (100%) a une valeur de 1.291,3 millions d'euros avec un taux d'occupation de 100%. La durée moyenne du portefeuille total est de 9,4 ans, dont 12,9 ans pour le portefeuille propre et 8 ans pour la joint-venture avec Allianz.

Résultats du premier semestre 2018

Au premier semestre de 2018, les revenus locatifs de VGP ont diminué de 1,6% à 9 millions d'euros. Cela s'explique entièrement par le transfert d'une partie des actifs à la coentreprise avec Allianz. Les revenus locatifs, y compris la part dans la coentreprise, ont augmenté de 26,6%. L'entreprise commune dans son ensemble a apporté une contribution positive de 24,8 millions d'euros au S1 2018. Le bénéfice d'exploitation de VGP a augmenté de 64,6% à 29,3 millions d'euros, en raison, entre autres, de la baisse des coûts de financement. Cela s'est traduit par un bénéfice net de 74,8 millions d'euros.

Chiffres (K EUR)	S1 2017	S1 2018	Δ%
Revenu locatif brut	9.111	8.970	-1,6%
Part dans le résultat des coentreprises	15.167	24.777	63,4%
Résultat opérationnel	17.812	29.326	64,6%
Bénéfice net	62.457	74.789	19,7%
BPA	3,36	4,02	19,6%

Structure financière

Au 30 juin 2018, VGP avait une dette financière nette de 352,8 millions d'euros, portant le ratio d'endettement (dette nette/actif total) à 33,8%. Presque la totalité de la dette financière est à taux fixe. Il n'y a pas d'obligation qui arrive à échéance avant mars 2023 ! Dans la JV, l'endettement financier net s'élève à 607,3 millions d'euros (100%) avec un ratio d'endettement de 48,3%. Il n'y a pas de prêts qui expirent avant 2026.

En septembre 2018, VGP a émis un emprunt obligataire de 190 millions d'euros (188,4 millions d'euros) assorti d'un coupon brut nominal de 3,50% et d'une maturité de 7 ans (voir notre analyse du 5 septembre 2018). Cette somme a été utilisée d'une part pour rembourser une obligation existante (75 millions d'euros - 5,10% - échéance le 06/12/18) et pour financer de nouveaux développements (68,1 millions d'euros).

Le 26 septembre 2018, VGP a vendu son centre de distribution mondial Mango près de Barcelone pour un montant de 150 millions d'euros. Le bâtiment étant dans le portefeuille de VGP, le ratio d'endettement (gearing ratio) à fin septembre 2018 devrait être comparable à celui de fin juin (33,8%).

Recommandation

À partir de 2018, VGP augmentera progressivement son taux de distribution de 40% à 60% afin de devenir une véritable action à dividende. En ce qui concerne l'exercice de valorisation, l'objectif de cours moyen du consensus se situe à 80 EUR (potentiel +30%). Étant donné que seuls 3 analystes surveillent l'action et que la liquidité de l'action est limitée, nous utilisons un objectif de cours plus conservateur à 70 EUR par action.

■ Analyse technique

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

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



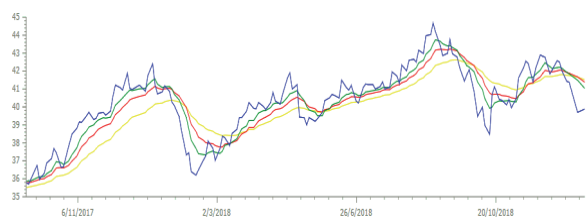
VONOVIA (ISIN DE000A1ML7J1 - 41,55 EUR)

Profil

Vonovia SE est un des premiers noms dans le secteur du logement en Allemagne. Vonovia possède et gère actuellement environ 400.735 unités résidentielles dans toutes les villes et régions attrayantes d'Allemagne. La valeur du portefeuille pointe à environ 42 milliards d'euros.

Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 18,1x
Cours/Actif Net : 1,00x
Rendement : 3,5%



Notre opinion

Un pay-out ratio plus élevé à partir de 2019

9M18 résultats meilleurs que prévu

Au cours des neuf premiers mois de 2018, les revenus locatifs nets de Vonovia ont augmenté de 3,1% (+4,1% en organique), à 1,3 milliard d'euros, grâce aux éléments liés au marché et à l'expansion du portefeuille. Le cash-flow libre d'exploitation a augmenté de 12,7%, à 0,8 milliard d'euros. Le bénéfice net était considérablement plus élevé, à 1,4 milliard d'euros.

Plus de 900 millions d'euros d'investissements ont été réalisés, ce qui, combiné aux réévaluations, a abouti à une valeur totale du portefeuille de 42 milliards d'euros et à 400.735 immeubles. 83.628 appartements supplémentaires sont gérés pour le compte de tiers. Le taux de vacance de son portefeuille ne représente que 2,7%.

Chiffres (Mln EUR)	9M17	9M18	Δ%
Revenu locatif net	1.294,4	1.287,6	3,1%
EBITDA ajusté	922,1	976,2	5,9%
Flux de trésorerie libre (FFO I)	690,5	778,2	12,7%
Flux de trésorerie libre (FFO II)	748,0	854,3	14,2%
Résultat net	1.205,2	1399,0	16,1%
Valeur du portefeuille	30.948,1	41.948,6	35,5%
NAV - EPRA	39,57	47,23	19,4%
# Appartements détenus	350.134	400.735	14,5%

Stratégie

Vonovia a une stratégie de base axée sur 4 piliers :

- Gestion immobilière : optimisation systématique des performances opérationnelles et haut degré de standardisation et d'industrialisation du groupe;
- Financement : une politique de financement équilibrée et un profil d'échéances avec de faibles coûts de financement;

- Gestion de portefeuille : acquisitions tactiques et cessions non stratégiques associées à des développements proactifs;
- Activité à valeur ajoutée : offre de services supplémentaires ou internalisation d'activités avec une gestion maximale des processus et un contrôle des coûts.

Structure financière

La dette financière nette de Vonovia s'élevait à 19,2 milliards d'euros au 30 septembre 2018, soit un ratio Loan-to-Value de 45,1% (LTV = net financial debt / portfolio value). En 2019, 2,2 milliards d'euros de dettes arrivent à échéance. 96% des dettes sont couvertes ou à taux d'intérêt fixes. Le coût moyen est de 1,8%.

Vonovia est noté BBB + chez Standard & Poor's, avec une perspective stable.

Recommandation

Vonovia est un important propriétaire d'immeubles résidentiels en Allemagne et en Autriche et fait partie d'indices boursiers importants tels que le DAX 30 et l'EPRA. À partir de 2019, le groupe distribuera 70% de son cash-flow opérationnel libre (FFO II), alors qu'avant, il utilisait le flux de trésorerie (FFO I) après déduction des coûts hybrides. Nous pouvons donc nous attendre à des dividendes plus élevés pour 2019. Pour 2018, un dividende de 1,44 EUR est proposé.

32 analystes nationaux et internationaux suivent la valeur, l'objectif de cours moyen de 46,60 EUR par action. 60% des analystes sont à l'achat. Nous sommes à "Renforcer".

Analyse technique

Techniquement parlant, le titre 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.



■ Environnement

Le dernier trimestre de 2018 n'a pas été favorable aux actions. Les investisseurs ont dû faire face à la hausse des taux d'intérêt de la banque centrale américaine, à un net ralentissement de la confiance des entreprises dans la zone euro, à une croissance chinoise plus faible et à des préoccupations géopolitiques grandissantes (notamment le Brexit, la politique italienne et le conflit commercial en cours entre les États-Unis et la Chine). Tout cela s'est avéré être un cocktail indigeste pour les investisseurs. Les obligations d'État ont joué leur rôle de valeur-refuge du portefeuille.

A la fin septembre 2018, les actions américaines étaient à leur plus haut historique. Depuis lors, elles ont perdu plus de 15%. En octobre, les propos du président de la Fed selon lequel le taux directeur était "encore loin" de son niveau de neutralité monétaire a été un marqueur pour le retour de la volatilité sur les actions américaines. L'interprétation des marchés a été que la Fed allait continuer de relever ses taux d'intérêt directeurs à un rythme potentiellement plus rapide qu'anticipé. Les rendements des obligations d'États ont alors progressé à un rythme accéléré, le taux des obligations du Trésor dépassant brièvement 3,2%. Dans le même temps, les actions ont fortement baissé. Il y a eu une brève reprise au début de novembre, mais lorsque les taux à 10 ans ont dépassé la barre des 3,2% pour la deuxième fois, les marchés boursiers ont de nouveau pris peur. Les actions ont alors chuté alors que les prix des obligations gouvernementales ont augmenté. Le marqueur de cette baisse des actions était alors que les investisseurs se sont inquiétés du fait que les États-Unis étaient dans la dernière phase du cycle économique. En 2018, les réductions d'impôt ont contribué à stimuler la croissance économique et les bénéfices des entreprises américaines. Les investisseurs se sont inquiétés que ces effets allaient s'atténuer à partir du premier semestre 2019. Les élections de mi-mandat de début novembre ont joué un rôle important à cet égard. Le Parti Républicain aurait sans doute décidé de nouvelles mesures de réductions d'impôts s'il avait conservé le contrôle de la Chambre des représentants. Or, avec la victoire des démocrates à la Chambre, la probabilité de nouvelles mesures de relances budgétaires avant les prochaines élections présidentielles de 2020 est considérablement réduite. En novembre, le président de la Fed a adouci son discours en affirmant que le taux d'intérêt directeur était "juste en dessous" du niveau de la neutralité monétaire. Ce changement a été interprété comme accommodant par les marchés. Cependant, lors de la réunion de décembre, la Fed a certes abaissé ses prévisions de trois à deux hausses de taux pour l'année 2019, mais le communiqué a été moins nettement moins accommodant que prévu. En particulier, Jerome Powell a insisté sur le fait que le plan de réduction de la taille du bilan de la Banque centrale était en pilotage automatique. Cette déception

a amplifié le mouvement d'aversion au risque : les investisseurs vendant les actions et achetant les obligations d'État considérées comme moins risquées.

Les marchés d'actions européens ont continué de baisser au cours du 4^{ème} trimestre. Les enquêtes auprès des entreprises européennes se sont affaiblies tout au long de l'année. Pour le dernier trimestre de l'année, le niveau est cohérent avec non seulement un ralentissement du rythme de la croissance, mais aussi une contraction. Les tensions politiques ont probablement contribué à une forte baisse des enquêtes d'activité tant en Italie qu'en France. L'Allemagne semble ralentir mais continue de croître, du moins pour le moment. Le ralentissement de l'Europe est en partie dû au recul marqué des nouvelles commandes à l'exportation du secteur manufacturier, qui semble être imputable, du moins en partie, au ralentissement de la demande chinoise. Les facteurs politiques internes ont également été un frein. La confrontation entre le gouvernement italien et l'Union Européenne concernant son budget a entraîné une hausse des coûts d'emprunt en Italie au cours de 2018. Le gouvernement italien a depuis lors présenté un budget prévoyant un déficit moins élevé, ce qui a permis d'atténuer les tensions sur les taux d'intérêt de l'Italie. Dans le même temps, le mouvement des "gillets jaunes" a provoqué des troubles généralisés dans les principales villes françaises, ce qui semble avoir considérablement ébranlé la confiance des entreprises. Malgré le ralentissement de la croissance, la Banque centrale européenne a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif en décembre, soulignant le caractère général du raffermissement de la croissance des salaires dans la région.

L'incertitude persistante entourant les négociations sur le Brexit a continué à peser sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Nous entrons dans l'acte final, le débat politique autour du Brexit devrait atteindre son point le plus dramatique. La capacité du parlement britannique à révoquer l'article 50, combinée au fait qu'un Brexit sans accord conduirait à une frontière dure en Irlande et à des répercussions importantes sur l'économie britannique, signifie qu'un scénario de non-accord reste improbable.

En Chine, la croissance a également ralenti, ce qui explique en partie la faiblesse des exportations mondiales. Le taux de croissance sur base annuelle des importations en provenance de la Chine est passée de 37% en janvier à 3% en novembre. Suite à la réduction des prêts de la part du secteur bancaire parallèle, la croissance de la masse monétaire chinoise a ralenti, ce qui coïncide avec un ralentissement du rythme de croissance des ventes au détail et de la production industrielle. En réaction à ce ralentissement, la Chine cherche à stimuler l'économie en combinant des mesures monétaires et fiscales, en particulier

face aux vents contraires extérieurs résultant du différend commercial en cours avec les États-Unis.

Les marchés du crédit ont fortement baissé au cours du dernier trimestre de l'année. Il est vrai que d'une part le ratio de la dette non financière des entreprises américaines au PIB a atteint son plus haut niveau en plus de 70 ans. D'autre part, la qualité du crédit des émetteurs considérés comme "Investment Grade" s'est également détériorée. Etant donné que la liquidité est bien inférieure à ce qu'elle n'était avant la crise financière, les investisseurs se sont inquiétés de l'impact sur le prix des obligations des entreprises d'un ralentissement économique et de la vague de dégradation des notations de crédit qui s'ensuivrait. Par anticipation, ceux-ci ont procédé à des ventes des obligations des entreprises les plus endettées et les plus sensibles au cycle économique.

■ Transactions

L'année 2018 s'est caractérisée par un recul important des actifs risqués. Celui-ci s'est réalisé dans une ampleur qui est typique des récessions ou des crises financières. Par rapport à leur sommet de 2018, les actions mondiales ont baissé de 20.000 milliards de dollars américains, une perte équivalente à la taille de l'économie américaine. Durant 2018, près de trois quarts des actions mondiales ont perdu plus de 20% de leurs valeurs par rapport à leur pic de l'année. L'élément le plus troublant est qu'en fin de compte, il n'y a eu ni récession ni crise financière en 2018. Que du contraire, la croissance mondiale a cru à un rythme supérieur à sa tendance, l'inflation a progressé à un rythme bénin de 2% et les bénéfices des entreprises ont augmenté à un rythme élevé, particulièrement ceux des entreprises américaines. Dans le même temps, le taux de défaut des entreprises "high yield" a été de seulement 1,9%, soit nettement moins que la moyenne de long terme qui s'établit à 3,6%.

Globalement, les risques sont probablement plus élevés maintenant qu'ils ne l'ont jamais été depuis la crise de la dette souveraine de la zone euro en 2011. Mais il y a des risques de baisse et de hausse. Parmi les éléments susceptibles d'aider l'économie mondiale en 2019, on peut citer les mesures de relances chinoises, un accord pour le Brexit, un éventuel accord commercial entre les États-Unis et la Chine, la baisse des prix du pétrole, la croissance économique mondiale et le niveau bas des taux d'intérêt. En revanche, les prochaines élections européennes pourraient provoquer un regain de populisme, ce qui pourrait notamment relancer les inquiétudes quant à la viabilité de la dette souveraine de l'Italie. La croissance américaine devrait ralentir et une récession à la fin de 2019 ou 2020 ne peut être exclue. Les tensions commerciales pourraient dégénérer et les politiciens britanniques pourraient ne pas fournir de solution à court terme pour le Brexit. La baisse des prix du pétrole, la poursuite de la hausse des taux d'intérêt américains et le ralentissement de la croissance économique mondiale pourraient également causer des problèmes. Un fort effet de levier sur les marchés du crédit est un risque, en particulier lorsque les banques centrales réduisent la liquidité mondiale et que les stocks des intermédiaires financiers sont faibles, ce qui réduit la liquidité des transactions.

Comme la baisse des valorisations des actifs plus risqués a plus que compensé la détérioration de l'environnement, une surpondération dans les actifs risqués est maintenue. Ce biais tactique se traduit par une allocation plus élevée dans les actions et les obligations d'entreprises que leurs poids normatifs. Par contre, le poids alloué aux obligations souveraines de la zone euro reste inférieur à leur poids normatif. Les liquidités devraient être utilisées dans le cas où les marchés connaissent de nouvelles périodes de volatilité ou si certaines incertitudes sont levées.

Perspectives et points d'attention

- Les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine
- La première hausse des taux d'intérêt directeurs par la BCE
- Le rythme de la hausse des taux d'intérêt directeurs aux États-Unis
- Le "shutdown" des administrations fédérales américaines
- Les mesures de soutien de l'économie chinoise

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

Leleux Invest Equities World FOF

Carlo Luigi Grabau
Administrateur Exécutif
de Leleux Invest



Classe R - Capitalisation

Objectif et stratégie d'investissement

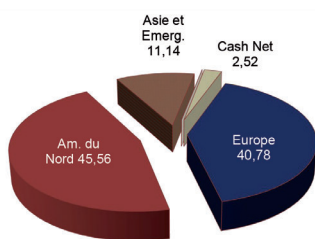
LELEUX INVEST EQUITIES WORLD FOF est un compartiment de la Sicav de droit belge Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs, dans une perspective à moyen long terme, une appréciation du capital en procédant à des placements, essentiellement indirects, en particulier via des investissements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

Profil de risque - SRRI

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

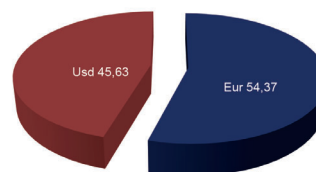
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la valeur des actifs en portefeuille), le risque de capital (risque que le capital investi ne soit pas totalement récupéré),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

Allocation par région/secteurs en % (*)



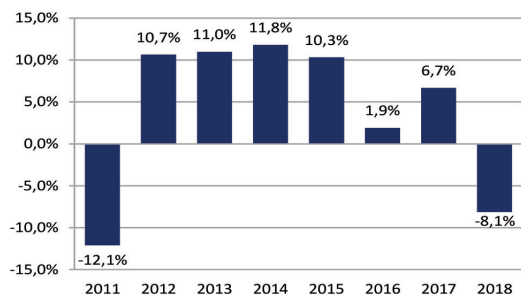
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 décembre 2018	14,11€
VNI plus haut (13 juin 2018) :	16,10€
VNI plus bas (3 octobre 2011) :	8,69€
1 an rend. cumulé :	-8,14%
3 ans rend. actuariel :	-0,01%
Depuis lancement rend. actuariel :	4,24%

Caractéristiques

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

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. 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

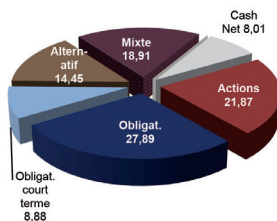
LELEUX INVEST PATRIMONIAL WORLD FOF est un compartiment de la sicav Leleux Invest ayant comme objectif de procurer aux investisseurs un rendement à long terme en procédant à des placements diversifiés, essentiellement indirects, en particulier via des investissements en autres OPC. Afin de maintenir 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 - SRRI

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

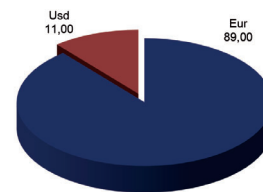
Le compartiment peut présenter des risques non pris en compte par l'indicateur de risque synthétique (SRRI) : le risque de crédit (risque que la défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie réduise la valeur du portefeuille), le risque de change (risque qu'une variation de taux de change réduise la 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 % (*)



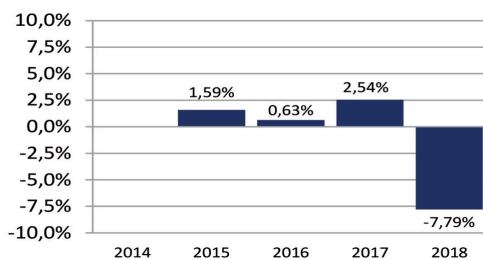
SOURCE: CACEIS BELGIUM

Allocation par devise en % (*)



SOURCE: CACEIS BELGIUM

Performance par année calendrier (*)



Valeur et Rendements (*)

VNI au 31 décembre 2018	9,28€
VNI plus haut (10 avril 2015) :	10,71€
VNI plus bas (20 décembre 2018) :	9,24€
1 an rend. cumulé :	-7,79%
3 ans rend. actuariel :	-2,21%
Depuis lancement rend. actuariel :	-0,84%

Caractéristiques

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

Avertissements

Le document des informations clés pour l'investisseur doit être lu avant toute décision d'investir. Tout renseignement contractuel relatif au compartiment renseigné dans cette publication et les risques inhérents à ce type d'investissement figurent dans le prospectus d'émission, le document des informations clés pour l'investisseur et les derniers rapports périodiques, qui sont disponibles, en français et néerlandais, gratuitement auprès de Leleux Associated Brokers qui assure le service financier en Belgique ou par consultation du site internet www.leleuxinvest.be. 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.

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
ANTWERPEN KIPDORP	Kipdorp, 2	Tél: +32 3 304 05 30
ANZEGEM	Wortegemsesteenweg, 9	Tél: +32 56 65 35 10
ATH	Rue Gérard Dubois, 39	Tél: +32 68 64 84 60
BERCHEM	St-Hubertusstraat, 16	Tél: +32 3 253 43 10
CHARLEROI	Boulevard P. Mayence, 9	Tél: +32 71 91 90 70
DEURNE	J. Verbovenlei, 46	Tél: +32 3 253 43 20
DRONGEN	Petrus Christusedreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	Michiel Coxiestraat, 1	Tél: +32 15 79 87 20
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
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: <https://www.leleux.be>

E-Mail: webmaster@leleux.be

0800/255 11

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

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

Responsable de la rédaction :

Olivier Leleux

Date de rédaction :

28 décembre 2018