

Edito

La planète entière retient sa respiration face au déferlement de ce nouveau coronavirus, tandis que nos instances arrêtent des mesures drastiques qui limiteront nécessairement les droits et libertés individuelles pour le bien commun. Mais au cours de l'histoire, des événements tragiques ont parfois conduit à des réformes majeures. Ainsi, la plus grande leçon d'humilité que le monde interconnecté retiendra de cette épreuve, c'est la flagrante fragilité de nos modèles économiques et la très forte dépendance aux ateliers de production situés dans les pays lointains. Lorsque la Chine éternue, c'est toute l'économie mondiale qui s'enrhume. Témoins forts de cette fragilité : les marchés financiers mondiaux, en situation de détresse irréflective et accueillant froidement les milliards déployés par les grandes puissances pour rassurer l'économie mondiale face à la crise du coronavirus. Abaissement des taux directeurs, injections massives de liquidités, larges soutiens budgétaires. Mais tant que le virus sera présent, et surtout tant que les cas n'auront pas atteint un pic en Europe et aux États-Unis, l'efficacité de telles mesures est sujette à caution. Car il est tout à fait acquis que la santé prime, et qu'homo sapiens est légitimement plus inquiet de sa santé que de son portefeuille.

Dans ce contexte, alors qu'il faudra du temps pour endiguer les préjudices sanitaires, les marchés resteront sous pression irraisonnée. La frénésie incontrôlée à la vente que nous constatons sur les marchés financiers est l'exact miroir de l'hystérie collective à l'achat que l'on observe dans les magasins alimentaires. Ce n'est qu'après l'endiguement de l'ennemi invisible qu'homo sapiens pensera à son portefeuille... En attendant, la question n'est pas de savoir s'il y aura une récession induite par le coronavirus mais à quel point elle sera prégnante. A ce stade, il apparaît illusoire et chimérique de faire la moindre prévision.

Chez Leleux Associated Brokers, notre département de gestion de portefeuille a fait beaucoup au cours des derniers mois pour réduire le risque et augmenter la qualité des avoirs dans les portefeuilles qui lui sont confiés en gestion discrétionnaire. Tout d'abord, quel que soit le profil d'investissement, nos portefeuilles sont

considérablement sous-pondérés en actifs risqués et surpondérés en actifs à revenu fixe et en liquidités. Notre exposition actuelle nette aux actifs à risque est nettement inférieure à celle du benchmark et du groupe de pairs. Ainsi, l'exposition nette aux marchés des actions n'est que de 54 % pour les portefeuilles les plus dynamiques. Ces derniers mois, nous avons procédé à un certain nombre d'ajustements dans les portefeuilles d'actions afin de réduire le risque et d'améliorer la qualité des avoirs. Notre sélection d'actions individuelles est orientée vers les secteurs les plus défensifs et les plus résistants. Le portefeuille est constitué d'actions de haute qualité, d'entreprises qui sont des leaders mondiaux dans leur domaine, dotées de fondamentaux solides et bien diversifiées tant en termes de portefeuilles de produits que de marchés géographiques. Ces entreprises existent depuis des décennies et ont déjà prouvé qu'elles étaient capables de surmonter des périodes difficiles dans le passé. Ces derniers mois aussi, nos équipes ont drastiquement arbitrée les positions en obligations les moins sûres au profit d'obligations à rendement plus faible certes, mais moins risquées. Bien sûr, nous évitons les secteurs sensibles à la faiblesse de l'économie. Bien qu'il soit difficile d'estimer l'impact de la crise sanitaire sur chaque entreprise individuelle, nous pensons que les obligations individuelles de notre sélection devraient pouvoir résister à la faiblesse temporaire de l'économie mondiale et que notre préférence pour la qualité plutôt que le rendement devrait protéger efficacement les portefeuilles. Surtout, nous disposons d'une importante trésorerie accumulée au cours des derniers mois, prêtes à être déployées pour tirer parti de nouvelles opportunités.

L'anticipation régit également toute la société de bourse. Ainsi, un plan de continuité est d'ores et déjà prêt et peut être activé à tout moment, permettant à tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers de continuer leurs activités en télétravail et d'ainsi garantir la pérennité des services que nous vous offrons.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, permettez-moi au nom de tous les collaborateurs de Leleux Associated Brokers 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)

539,38 -8,5%⁽¹⁾ ↘
-10,8%⁽²⁾ ↘

BEL 20 (Belgique)

3.488,60 -10,7%⁽¹⁾ ↘
-11,8%⁽²⁾ ↘

CAC 40 (France)

5.309,90 -8,5%⁽¹⁾ ↘
-11,2%⁽²⁾ ↘

DAX (Allemagne)

11.890,35 -8,4%⁽¹⁾ ↘
-10,3%⁽²⁾ ↘

FTSE (G-B)

6.580,61 -9,7%⁽¹⁾ ↘
-12,8%⁽²⁾ ↘

SMI (Suisse)

9.831,03 -7,5%⁽¹⁾ ↘
-7,4%⁽²⁾ ↘

DJ Stoxx 50 (Europe)

3.060,01 -9,0%⁽¹⁾ ↘
-10,1%⁽²⁾ ↘

DJIA (USA)

25.409,36 -10,1%⁽¹⁾ ↘
-11,0%⁽²⁾ ↘

NASDAQ (USA)

8.567,37 -6,4%⁽¹⁾ ↘
-4,5%⁽²⁾ ↘

TS 300 (Canada)

16.263,05 -6,1%⁽¹⁾ ↘
-4,7%⁽²⁾ ↘

NIKKEI (Japon)

21.142,96 -8,9%⁽¹⁾ ↘
-10,6%⁽²⁾ ↘

MSCI World

2.141,12 -8,6%⁽¹⁾ ↘
-9,2%⁽²⁾ ↘

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2019



Du coronavirus à Frank Knight, il n'y a qu'un pas.

Frank Knight (1885-1972) était un économiste américain et professeur considéré comme l'un des pères fondateurs de l'Ecole de Chicago (un cercle de pensée économique libérale). Dans son ouvrage le plus célèbre, "*Risk, Uncertainty and Profit*", Frank Knight établit une distinction majeure entre la notion de risque et la notion d'incertitude en économie. Il décrit ainsi le risque comme quelque chose ayant un résultat futur inconnu, mais à partir duquel une estimation fiable de ses possibilités peut être calculée : l'économiste américain parle alors d'un « connu-inconnu ». A l'inverse, l'incertitude est pour lui un « inconnu-inconnu », car dans ce dernier cas, les agents économiques ne peuvent pas attribuer de réelles probabilités à chaque résultat futur. Alors que l'épidémie de pneumonie virale a connu ces dernières semaines une soudaine accélération hors de Chine, les marchés financiers évoluent actuellement dans un environnement que l'on peut qualifier non pas de risqué, mais d'incertain.

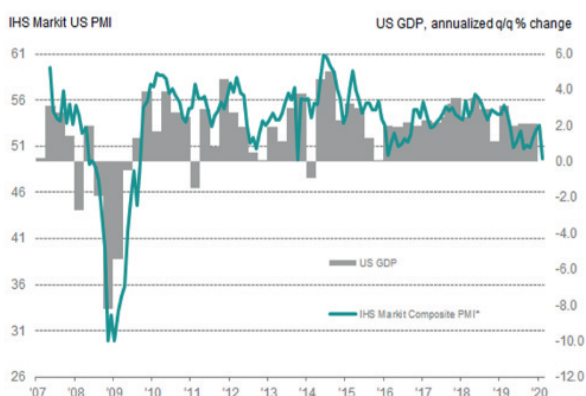
Dans cet environnement donc incertain, il apparaît totalement illusoire de faire la moindre prévision. *Nonobstant*, nous pouvons revenir dès aujourd'hui et de manière très précise sur les derniers chiffres économiques en provenance des Etats-Unis. En effet, ce sont les données économiques publiées le vendredi 21 février dans l'après-midi, qui à nos yeux, expliquent en très grande partie la raison pour laquelle les marchés s'affolent.

En ce vendredi 21 février, à 15h45 précisément, l'indice PMI « flash » Composite de la première puissance économique mondiale est ressorti en dessous de la barre symbolique des 50 points. L'indice PMI Composite, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des Directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître la santé économique d'un pays à partir d'enquêtes mensuelles réalisées auprès d'un panel d'entreprises soigneusement sélectionnées. L'utilité de cet indicateur provient du fait qu'il permet d'anticiper l'évolution de la croissance économique. En somme, l'indicateur PMI Composite apporte des informations plus rapides que le traditionnel PIB (Produit Intérieur Brut). Concrètement, un indicateur PMI situé sur le niveau des 50 points signifie que la croissance économique n'a pas évolué par rapport au mois précédent. Un indicateur supérieur à 50 indique une croissance et un indicateur sous la barre des 50 indique une décroissance. Enfin, l'on utilisera le terme de PMI « flash », lorsque les indicateurs PMI traditionnels ne peuvent pas encore être connus, mais que l'on en a déjà une bonne estimation à hauteur de 85%. Revenons à présent à nos moutons.

En ce vendredi donc 21 février à 15h45, l'indice PMI « flash » Composite des Etats-Unis est ressorti à seulement 49,6 points en février, contre 53,3 points tout juste un mois auparavant. Sur base d'un comparatif historique, à l'exception du *shutdown* de 2013 (= arrêt des activités gouvernementales aux Etats-Unis à la suite d'un

désaccord sur le budget au Congrès), cet indicateur économique montre que l'activité des entreprises américaines s'est contractée pour la première fois depuis la dernière crise financière mondiale en 2008. La faiblesse de l'activité a été principalement observée dans le secteur des services (soit plus des 2/3 de l'économie américaine), où la première baisse depuis quatre ans a été signalée. Et comme si cela ne suffisait pas, la production industrielle a également presque cessé en raison d'une quasi-stagnation des commandes.

IHS Markit Composite PMI and U.S. GDP



Cette brutale détérioration s'explique par : 1/ un affaiblissement de la demande dans des secteurs liés au tourisme, 2/ par une chute des exportations et 3/ par les nombreuses perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. Les exportations à la fois de biens et de services ont toutes deux diminué à un rythme accéléré en février. En parallèle, les entreprises américaines ont fait état d'une plus grande prudence en matière de dépenses : 1/ en raison des craintes d'un ralentissement économique plus large et 2/ de l'incertitude qui plane sur l'élection présidentielle américaine qui aura lieu plus tard dans l'année (nous y reviendrons certainement dans les prochains mois).

Ainsi, par rapport à l'ensemble des données, l'analyse statistique indiquerait que l'enquête PMI serait compatible avec un ralentissement important de la croissance du PIB américain : d'un peu plus de 2% en janvier à seulement 0,6% en février.

La chute marquée de l'indicateur PMI « flash » Composite en février est clairement un avertissement que l'épidémie de coronavirus a un impact certain et sérieux sur l'économie américaine, mais aussi mondiale. La grande question à présent pour les décideurs (investisseurs, banquiers centraux, etc.) est de savoir combien de temps les indicateurs PMI resteront en territoire aussi faible.

Désormais, et sans l'ombre d'un doute, lorsque la Chine éternue, c'est toute l'économie mondiale qui s'enrhume.



Europe

La propagation de celui qu'il faut maintenant appeler COVID 19 inquiète. Le virus touche maintenant plus d'une quarantaine de pays et fait planer le risque de récession économique mondiale. Les nouveaux cas en Italie et en France sont jugés « très préoccupants » par L'OMS, qui évoque un risque de pandémie. Les marchés européens ont logiquement réagi par une forte correction. À Paris, l'indice du CAC 40 cède 8,5 %, tout comme le DAX à Francfort. Plus particulièrement, le secteur bancaire est toujours en souffrance. En effet, les investisseurs anticipent de nouvelles baisses de taux. La BCE a décidé de maintenir ses achats d'actifs à hauteur de 20 milliards d'euros par mois et le taux de dépôt à -0,5 %. Enfin, Scope Rating a baissé la perspective de la note de l'Etat belge, actuellement AA, de « stable » à « négative ». L'agence de notation met en cause des prévisions économiques moins favorables.

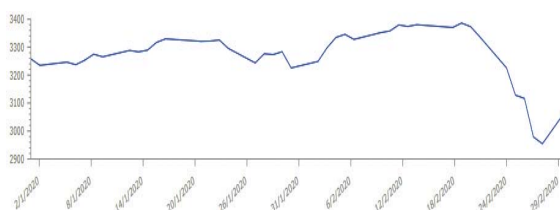
EURO STOXX 50



États-Unis

Nous avons récemment évoqué les répercussions possibles du virus sur les chaînes d'approvisionnement et sur la consommation. Outre Atlantique, c'est Apple qui a confirmé ces craintes. L'entreprise a lancé un « profit warning » pour le premier trimestre de l'exercice 2020. La complaisance des investisseurs était importante et la correction a donc été brutale. De plus, les sondages Markit aux US ont surpris les marchés. La faiblesse du PMI des services, publié à 49,4 contre 53 attendus, a soutenu la baisse. Le Dow Jones a dévissé de 1.910 points en 48 heures, c'est un record historique. Il convient alors de rester prudent dans un marché où l'incertitude et la volatilité refont surface. Sur une note plus positive, la baisse récente nous offrira des opportunités d'achat, car les niveaux de valorisation sont beaucoup moins tendus. Par ailleurs, nous surveillerons également attentivement les élections américaines cette année.

S&P 500



Pays émergents

Selon Laurence Boone, chef économiste de L'OCDE, « le coronavirus amputera la croissance mondiale 2020 d'un demi-point à un point et demi ». L'impact sur les pays émergents n'est donc pas à négliger. Les importations de Corée en provenance de Chine ont diminué de 50 %. Cela n'avait plus été observé depuis la crise financière en Asie de 1999. À Séoul, l'indice Kospi a perdu 13,15 % en février. Les différentes banques centrales de la zone continuent leurs mesures de soutien de l'économie et poursuivent les réductions de taux. Nous pourrions ainsi attendre les mêmes mesures dans les économies développées, notamment aux États-Unis où la marge d'action de la FED est encore importante. L'enjeu est maintenant de savoir si une sortie de crise peut être envisagée prochainement. Dans ce cas, l'activité pourra repartir rapidement et les pertes seront compensées. En revanche, si la crise se prolonge durablement, la production perdue ne pourra pas être récupérée et le retard pris sera difficilement rattrapable.

HANG SENG



Agenda		Prévisionnel	Précédent	Publication
JAP	Produit Intérieur Brut	-6,6%	-6,3%	09/03
USA	Vente au détail (hors voitures) base mensuelle	-	0,30%	17/03
USA	Décision taux d'intérêt de la Federal Reserve	1,25%	1,25%	18/03
EMU	Évolution de l'indice des prix à la consommation	0,20%	0,20%	18/03
USA	Évolution de l'indice des prix à la consommation hors énergie/alimentation (CPI) base mensuelle	0,10%	0,20%	11/03
USA	Indice de confiance des professionnels du secteur immobilier	0,0	74,0	17/03
JAP	Décision taux d'intérêt de la Banque centrale du Japon	-0,10%	-0,10%	22/01
EMU	Confiance des chefs d'entreprise (Belgique)	-	-2,70	25/03
USA	Commande de biens durables (hors transport)	-	0,80%	25/03
EMU	Allemagne:indice de confiance IFO	-	93,4	25/03
JAP	Vente au détail base mensuelle	-	0,60%	31/03
EMU	Confiance économique	-	103,5	30/03
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel	50,5	50,1	01/04
USA	Indice de confiance des directeurs d'achat du secteur des services	54,8	57,3	03/04
EMU	Décision taux d'intérêt de la BCE	0,00%	0,00%	12/03

Taux d'intérêt

Emilie Mouton
Gestionnaire de portefeuille



USD	
1,15%	-36 ⁽¹⁾ ↓ -77 ⁽²⁾ ↓
EUR	
-0,61%	-17 ⁽¹⁾ ↓ -42 ⁽²⁾ ↓
Allemagne	
-0,61%	-17 ⁽¹⁾ ↓ -42 ⁽²⁾ ↓
Autriche	
-0,38%	-12 ⁽¹⁾ ↓ -40 ⁽²⁾ ↓
Belgique	
-0,22%	-3 ⁽¹⁾ ↓ -31 ⁽²⁾ ↓
Espagne	
0,28%	5 ⁽¹⁾ ↑ -19 ⁽²⁾ ↓
Finlande	
-0,35%	-12 ⁽¹⁾ ↓ -40 ⁽²⁾ ↓
France	
-0,29%	-11 ⁽¹⁾ ↓ -41 ⁽²⁾ ↓
Grèce	
1,33%	16 ⁽¹⁾ ↑ -14 ⁽²⁾ ↓
Irlande	
-0,16%	-2 ⁽¹⁾ ↓ -28 ⁽²⁾ ↓
Italie	
1,10%	17 ⁽¹⁾ ↑ -31 ⁽²⁾ ↓
Pays-Bas	
-0,48%	-14 ⁽¹⁾ ↓ -43 ⁽²⁾ ↓
Portugal	
0,35%	9 ⁽¹⁾ ↑ -9 ⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
en points de base

(2) Différence au 31/12/2019
en points de base

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

Février aura été un mois aux deux visages. L'optimisme prudent du début a lentement fait place à une certaine forme de panique sur les bourses. Alors que le Brexit, la guerre commerciale et des chiffres économiques maussades ne les avaient pas décontenancés, une nouvelle propagation du coronavirus en Corée du Sud et en Italie y est parvenue. Les investisseurs ont commencé à craindre que le virus puisse avoir des conséquences bien plus lourdes qu'attendu jusqu'alors et se sont massivement repliés vers les valeurs refuges. Les obligations d'État ont eu le vent en poupe et les rendements associés sont tombés à de nouveaux planchers.

Ce développement a en outre renforcé l'attente d'une nouvelle intervention des banques centrales. De fait, la FED a encore déclaré au début du mois voir moins d'incertitudes pour l'économie américaine et la perspective d'une récession pour l'année à venir a perdu en vraisemblance. La banque centrale ne voyait donc aucune raison directe de revoir sa politique, mais a déjà annoncé suivre attentivement l'évolution du coronavirus étant donné que les perturbations en Chine pourraient bien se communiquer au reste de l'économie mondiale. La politique monétaire sera revue si nécessaire. On peut aussi remarquer que la banque centrale américaine évoque les limites de sa politique de taux, bien que le taux d'intérêt américain soit toujours nettement supérieur à celui de la zone euro. Le président Jerome Powell cite ici l'importance que les stimuli fiscaux pourraient avoir si l'économie devait encore s'affaiblir. La BCE aura au demeurant encore plus de mal à intervenir en cas de dégradation de l'économie. Christine Lagarde a également déclaré au Parlement européen que la faiblesse des taux et de l'inflation ont nettement réduit les possibilités d'assouplir la politique monétaire en cas de récession. La présidente de la BCE a en outre fait savoir qu'il lui faudrait davantage de temps pour estimer les effets du nouveau virus sur l'économie et que toute adaptation de la politique lui paraissait par conséquent prématurée. Les investisseurs ont néanmoins le

regard à nouveau tourné vers les banques centrales pour donner des éclaircissements. Les marchés financiers, pour la première fois depuis octobre, postulent que la BCE abaissera encore le taux de 10 points de base. Le marché américain attend aussi une baisse de taux de 25 voire de 50 points de base en mars. On escompte d'autres mesures plus tard cette année.

Reste encore à voir si une nouvelle série d'assouplissements parviendra à atténuer les effets néfastes du virus sur l'économie. Ainsi, le virus commence par frapper l'économie du côté de l'offre. Des chaînes de production entières sont perturbées étant donné que les absences pour maladie et les mesures de quarantaine et de prévention font baisser l'offre de travail et provoquent des problèmes de production. Cette situation peut en outre mener rapidement à un « choc de la demande » encore plus fort lorsque les entreprises durement touchées par les répercussions du virus commencent à licencier des travailleurs et à reporter des investissements. Les coûts de financement peuvent alors être conséquents et mettre sous pression les entreprises au bilan faible. La confiance des consommateurs est elle aussi mise à mal, avec les suites que cela suppose pour les dépenses de consommation (dont transport, loisirs et commerce de détail). Pareil contexte complique la réaction des banques centrales, car une baisse des taux d'intérêt ne sera pas suffisante pour relancer la demande dans la plupart des secteurs touchés. Or la résistance des marchés financiers paraît jusqu'à présent fortement tributaire d'une éventuelle stimulation monétaire. Les baisses de taux et les injections de liquidités ne seront peut-être pas en mesure de rétablir directement l'offre et la demande, mais des actions monétaires de ce genre pourraient bien soutenir les prix des actifs et temporairement stimuler la confiance en l'économie.

Quel que sera le résultat, la confusion et l'incertitude actuelles donnent à penser que le climat de taux ultra-bas est appelé à durer quelque temps encore.



Février a à nouveau été un mois à records sur les marchés obligataires. Le plus frappant aura sans doute été l'impressionnant parcours accompli par le rendement à dix ans sur les obligations publiques américaines, qui a connu une baisse de 36 points de base depuis la fin du mois précédent et atteint ainsi son plus bas historique, à savoir 1,15 %. Un repli en règle qui traduit une franche allergie au risque. Ce fort recul reflète en partie le statut des obligations publiques américaines en tant que valeurs refuges ; il traduit aussi les attentes quant à une nouvelle baisse des taux d'intérêt américains. Le marché n'escomptait au début de l'année qu'une baisse de 25 points de base pour 2020. Étant donné la propagation du coronavirus (et compte tenu de ses effets sur l'économie), les marchés estiment désormais probable à 100 % que la FED abaissera son taux directeur dès sa prochaine réunion de politique monétaire le 18 mars, sans encore s'accorder quant à prédire si cette baisse se chiffrera à 25 ou 50 points de base. On escompte d'autres mesures plus tard cette année. Dans la zone euro également, la baisse du rendement à dix ans des obligations publiques allemandes a de nouveau dépassé les attentes. Étant donné que le taux directeur de la BCE se trouve déjà en terrain négatif, cette baisse traduit avant tout une fuite vers la qualité. Un mouvement similaire était décelable dans les autres pays de la zone euro. On notera que les taux italien et grec ont connu la plus forte baisse, du moins jusqu'à la constatation des premiers cas du coronavirus en Italie ; par crainte des conséquences possibles d'un recul de l'économie, les taux y ont commencé à grimper en flèche à partir de ce moment. Les taux espagnol et portugais ont suivi un schéma similaire.

Le marché des obligations d'entreprises a également connu une évolution surprenante. Bien que le début de l'année ait vu des volumes record de nouvelles émissions, le marché obligataire est tombé à l'arrêt pendant la dernière semaine de février : aucune nouvelle obligation à vendre pour la première fois de l'année. De plus, les primes de risque exigées par les investisseurs en sus du taux sans risque ont rapidement augmenté. Les plus fortes hausses ont concerné les entreprises de moindre qualité de crédit, qui ont donc subi les baisses de cours les plus fortes. Les obligations d'entreprises sûres ont aussi connu une légère augmentation des primes de risque, mais étant donné que les taux de référence sous-jacents ont fortement baissé, cela compense (en tout ou en partie) la légère hausse des primes de risque réclamées par les investisseurs. Le cours des obligations d'entreprise de qualité est en outre soutenu par la demande d'investisseurs en quête d'une forme moins volatile de rendement. Les obligations d'entreprises américaines de grande qualité de crédit, en particulier, ont ainsi vu fortement augmenter leurs prix.

Marché secondaire

Devise	Nom	Coupon	Echéance	Prix indicatif	Rendement	Rating	Code ISIN	Par
EUR	RCI Banque	1,375%	08.03.2024	99,90%	1,40%	I	FR0013241361	1.000
EUR	Portugal	0,475%	18.10.2030	100,53%	0,42%	I	PTOTEL0E0028	1.000
USD	Adobe Inc	1,900%	01.02.2025	102,09%	1,45%	I+	US00724PAB58	1.000
USD	Coca Cola	1,750%	06.09.2024	101,52%	1,40%	I+	US191216CL26	1.000
USD	Amgen	1,900%	21.02.2025	101,46%	1,59%	I	US031162CV00	1.000
USD	MC Donald's Corp	1,450%	01.09.2025	99,09%	1,63%	I	US58013MFL37	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

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

Marché	Résultat en devise locale	
	Février 2020	total 2020
Obligations d'état		
Zone euro AAA (€)	1,4%	3,5%
Etats-Unis (\$)	2,7%	5,2%
Obligations de qualité		
Eurozone (€)	-0,4%	0,8%
Etats-Unis (\$)	2,0%	5,6%
Obligations à haut rendement		
Zone euro (€)	-2,0%	-1,9%
Etats-Unis (\$)	-0,9%	0,0%

Source : Bloomberg

Rendement des obligations d'entreprises en euro

Qualité	Obligations d'entreprises EUR	
	Taux 28/02/20	Variation depuis 31/01/20
Investment Grade		
AAA	0,68%	-10
AA	0,57%	-22
AA	0,16%	-14
A	0,51%	-10
BBB	0,89%	-12
High Yield	3,66%	47

Source : Bloomberg

Rendement en fonction de la maturité

Maturité	Taux de référence en EUR	
	Taux 28/02/20	Variation depuis 31/01/20
Euribor 3 mois	-0,42%	-4
OLO 2 ans	-0,66%	-7
OLO 5 ans	-0,57%	-89
OLO 7 ans	-0,40%	-23
OLO 10 ans	-0,22%	-31
OLO 30 ans	0,46%	-47

Source : Bloomberg



USD/EUR (USA)

0,91 +0,6%⁽¹⁾ ↑
+1,7%⁽²⁾ ↑

GBP/EUR (G-B)

1,16 -2,3%⁽¹⁾ ↓
-1,7%⁽²⁾ ↓

JPY/EUR (Japon)⁽³⁾

0,84 +1,0%⁽¹⁾ ↑
+2,3%⁽²⁾ ↑

NOK/EUR (Norvège)

0,10 -1,5%⁽¹⁾ ↓
-5,0%⁽²⁾ ↓

DKK/EUR (Danemark)⁽³⁻⁴⁾

13,38 0,0%⁽¹⁾ =
-0,1%⁽²⁾ ↓

CHF/EUR (Suisse)

0,94 +0,4%⁽¹⁾ ↑
+1,9%⁽²⁾ ↑

AUD/EUR (Australie)

0,59 -2,1%⁽¹⁾ ↓
-5,6%⁽²⁾ ↓

CAD/EUR (Canada)

0,68 -0,6%⁽¹⁾ ↓
-1,4%⁽²⁾ ↓

CZK/EUR (Tchèque)⁽³⁾

3,93 -0,8%⁽¹⁾ ↓
0,0%⁽²⁾ =

PLN/EUR (Pologne)

0,23 -0,7%⁽¹⁾ ↓
-1,7%⁽²⁾ ↓

HUF/EUR (Hongrie)⁽³⁾

0,30 -0,3%⁽¹⁾ ↓
-2,1%⁽¹⁾ ↓

SEK/EUR (Suède)

0,09 +0,8%⁽¹⁾ ↑
-0,8%⁽²⁾ ↓

(1) Différence sur un mois
(2) Différence au 31/12/2019
(3) Cotation pour 100
(4) Fluctuation de +/- 2,25%
par rapport à l'euro

USD/EUR

Alors que le Coronavirus accélère sa propagation en dehors de Chine et que les indices boursiers s'effondrent, la monnaie unique profite des spéculations autour d'une réaction de la FED : selon le consensus, 100% des investisseurs parient désormais sur une réduction d'un demi-point du loyer de l'argent aux Etats-Unis en mars.



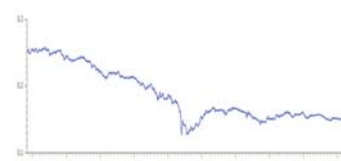
GBP/EUR

La livre sterling baissait fortement fin février face à l'euro, après la menace du gouvernement britannique de claquer la porte des négociations post-Brexit avec l'Union européenne faute de progrès rapides.



TRY/EUR

La Banque centrale turque a encore réduit son principal taux directeur de 50 points de base à 10,75%. Pour certains experts, la diminution du coût de l'argent serait une erreur économique (car baisse de la rémunération des investissements financiers). En outre, les récentes tensions avec la Russie augmentent le risque sur la devise.



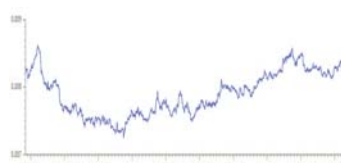
NOK/EUR

Très corrélée avec le pétrole, la devise norvégienne s'est fortement repliée sur le mois de février.



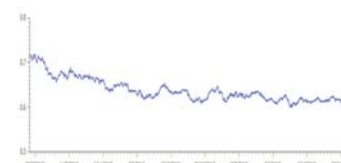
JPY/EUR

Considérée traditionnellement comme une valeur refuge, le yen a tendance à s'apprécier en période d'incertitude sur les marchés. Avec le vent de panique qui a soufflé sur les marchés, le yen se renforce.



AUD/EUR

A l'instar du mois de janvier, le dollar australien souffre : car 1/ très exposé au marché chinois et 2/ à l'évolution du prix des matières premières.



Nouvelles du secteur

Dirk Peeters
Analyste Financier



Performance boursière

Février s'annonçait comme un nouveau bon mois boursier pour les SIR, mais les mauvais chiffres macroéconomiques aux USA et la propagation du coronavirus en ont décidé autrement. Toutes les SIR ont perdu leur bénéfice de février durant la dernière semaine d'un mois qui, de ce fait, s'est soldé sur une baisse moyenne de 4,6 %. Les plus fortes baisses ont concerné Befimmo (-12,3 %), Home Invest Belgium (-10,7 %) et WDP (-7,3 %), tandis que seule Cofinimmo a terminé le mois sur une note tout juste positive (+0,3 %).

Durant le mois de février, le taux à long terme belge a baissé de 5 points de base pour clôturer le mois à 0,24 %. Le taux à 20 ans (que nous utilisons pour nos valorisations) a baissé plus rapidement (-15 points de base) et a clôturé le mois à 0,16 %, ce qui a adouci la courbe des taux.

Information financière

WDP a fait état d'un bénéfice net de 393,7 millions d'euros sur 2019, à la faveur de l'évolution du résultat opérationnel et de revalorisations de son portefeuille immobilier à hauteur de 285 millions d'euros. Son résultat courant a progressé de 13,0 % à 150,5 millions d'euros, soit 0,92 euro par action. La valeur de son portefeuille immobilier a grossi de 21,0 % à 4,18 milliards d'euros, pour un taux d'occupation de 98,1 %. Sa VNI EPRA s'élevait à 12,8 EUR le 31 décembre 2019. WDP versera un dividende brut de 0,74 euro par action, ex-coupon au 4 mai 2020 et payable le 29 mai 2020.

XIOR a vu ses revenus locatifs augmenter de 49,4 % en 2019 (à 44,9 millions d'euros) grâce à la forte croissance de son portefeuille immobilier, de 36,6 % à 1 190,8 millions d'euros. Le bénéfice EPRA par action a progressé de 9,6 % à 1,60 EUR. La croissance inférieure s'explique par l'accroissement de capital d'octobre 2019 (205 millions d'euros), un apport en nature et le dividende optionnel, ce qui a porté la part des actions en circulation à 39 %.

Sa VNI EPRA s'élevait à 35,96 euros par action. Le taux d'occupation s'élevait à 98,0 %. Pour l'exercice 2019, XIOR verse un dividende brut égal à 1,30 euro par action, scindé en 3 coupons intermédiaires au prorata.

INTO a vu ses revenus locatifs augmenter de 38,0 % en 2019, pour atteindre 66,1 millions d'euros. Les revenus locatifs comprennent une indemnité de rupture de 5,2 millions d'euros, obtenue à la suite du départ anticipé de Medtronic à Oudsbergen. La croissance organique des locations a néanmoins augmenté de 27 %. Le bâtiment d'Oudsbergen a en outre été vendu, avec une plus-value appréciable à la clé. Le résultat opérationnel a augmenté de 41,7 % pour atteindre 55,8 millions d'euros, indemnité de rupture comprise. La VNI EPRA s'élevait à 21,79 EUR par action. Le dividende brut se monte à 1,53 euro par action (1,07 EUR net), ex-coupon au 7 mai 2020 et payable à partir du 27 mai 2020.

Befimmo a publié des résultats conformes aux attentes pour 2019. Ses revenus locatifs nets ont augmenté de 1,1 % pour atteindre 142 millions EUR. Son EPRA EPS s'élevait à 3,29 EUR. Befimmo verse un dividende brut de 3,45 euros pour l'exercice 2019 et s'attend à le maintenir tel quel pour 2020, bien que son plan budgétaire voie déjà son EPRA EPS baisser en-dessous de 2,90 EUR par action pour les trois prochaines années. Cela veut dire qu'une partie du dividende à verser sera financée par des bénéfices réservés du passé.

Les revenus locatifs nets de Cofinimmo ont augmenté de 10,0 % en 2019, pour atteindre 242,0 millions d'euros. La perte de revenus locatifs d'Egmont I et II a été amplement compensée par de nouveaux investissements en immobilier de santé en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, ce qui a permis de faire mieux que les pronostics initiaux.

Son résultat opérationnel avant résultats sur le portefeuille a progressé de 11,4 % à 193,8 millions d'euros. Son résultat net courant (y compris résultats financiers et réévaluation des instruments de couverture) atteignait 113,1 millions EUR. Sa VNI EPRA s'élevait à 95,02 EUR par action. La valeur de son portefeuille a augmenté de 13,9 % à 4,2 milliards d'euros tandis que le taux d'occupation total s'est amélioré, à 97,0 %. Son taux d'endettement a légèrement baissé à 41,0 %. Le coût moyen de sa dette se monte actuellement à 1,4 %.

Cofinimmo versera un dividende brut de 5,60 euros par action, ex-coupon au 18 mai 2020 et payable le 20 mai 2020.

Entreprise	Cours	Δ Mtd	Δ Ytd	Δ 12M	PER '20E	DIV '20E
Aedifica	117,40	-3,8 %	3,7 %	52,2 %	29,9	2,5 %
Care Property Invest	30,00	-2,6 %	1,7 %	43,5 %	32,9	2,6 %
XIOR	52,60	-5,2 %	4,2 %	34,6 %	29,6	2,6 %
Home Invest Belgium	100,00	-10,7 %	-12,3 %	3,5 %	26,3	5,2 %
QRF	14,75	-1,7 %	-9,2 %	-3,9 %	11,7	5,8 %
Retail Estates	71,70	-3,4 %	-14,5 %	-10,8 %	12,5	6,2 %
Vastned Retail Belgium	38,50	-5,9 %	-13,9 %	-19,0 %	13,7	7,3 %
Ascencio	49,50	-2,9 %	-10,3 %	-4,1 %	11,0	7,4 %
Wereldhave Belgium	74,40	-3,9 %	-13,7 %	-9,5 %	12,6	7,0 %
Warehouses Estates Belgium	56,00	-5,9 %	-6,7 %	10,9 %	12,9	7,4 %
Leasinvest Real Estate	112,50	-2,6 %	-0,4 %	19,7 %	16,4	4,9 %
Befimmo	48,65	-12,3 %	-10,1 %	1,7 %	14,9	7,1 %
Cofinimmo	144,20	0,3 %	10,1 %	26,3 %	20,4	4,0 %
Montea	85,10	-3,5 %	5,1 %	30,7 %	24,0	3,2 %
WDP	24,20	-7,3 %	4,4 %	10,9 %	24,1	3,2 %
Intervest Offices & Warehouses	25,40	-2,5 %	-0,8 %	12,9 %	14,4	6,0 %

Source : Company data, Leleux Associated Brokers.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ SIEMENS (ISIN DE0007236101 – 112,98 EUR)

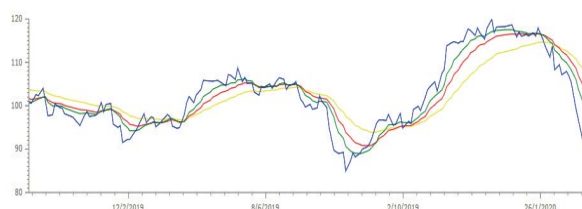
■ Profil

Siemens est un groupe qui se concentre sur les domaines de l'électrification, de l'automatisation et de la numérisation. Il s'agit de l'un des plus importants fournisseurs au monde de technologies à économie d'énergie et d'économie de ressources, c'est un fournisseur majeur de systèmes de production et de transmission d'énergie ainsi que de diagnostics médicaux. La société joue également un rôle de pionnier dans les infrastructures et les solutions industrielles.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	14,81x
Cours/Actif Net :	1,78x
Rendement :	3,61%

■ Évolution du titre SIEMENS



■ Notre opinion

Transformation du groupe

Profil

Siemens est une entreprise technologique mondiale dont les activités principales sont l'énergie, la santé, l'industrie et les infrastructures. Le groupe compte 6 unités commerciales : Digital Industries (19,2% du chiffre d'affaires), Smart Infrastructure (17,5%), Gas and Power (23,1%), Mobility (10,7%), Siemens Healthineers (17,4%) et Siemens Gamesa Renewable Energy (12,2%). Siemens est active dans plus de 200 pays/régions et emploie environ 377.000 personnes.

La stratégie "Vision 2020+" vise à donner aux différentes unités commerciales une plus grande liberté opérationnelle afin qu'elles puissent se concentrer davantage sur leurs activités sous la marque Siemens.

Transformation du groupe

Le groupe Siemens est en pleine transformation : scission d'Osram, "reverse merger" de Gamesa (détenue à 59%), introduction en bourse de Healthineers (détenue à 85%) et sécurisation de l'activité de mobilité (mobility business).

Le 7 mai 2019, la société a annoncé qu'une partie importante de ses activités de production et de transport d'électricité, ainsi que des activités pétrolières et gazières, serait placée dans une entité distincte, puis lancée en bourse. Les 59% de Siemens Gamesa Renewable Energy seront préalablement transférés dans la nouvelle entité. L'entrée en bourse est prévue pour septembre 2020.

À la suite de cette transformation, Siemens passe du statut d'un conglomérat à celui de participations cotées en bourse, ce qui accroît la visibilité du groupe et facilite sa valorisation. Cela devrait éventuellement se traduire par une valorisation plus élevée du groupe. En outre, un programme de réduction des coûts de 2,2 milliards d'euros est en cours.

Structure financière

Au 30 septembre 2019 (= fin de l'exercice), Siemens avait une dette industrielle nette de 6,4 milliards d'euros, soit 0,6x l'EBITDA de 2019. Siemens a une structure équilibrée au niveau de la maturité de sa dette, dispose d'une importante trésorerie, et d'un accès facile aux marchés des capitaux.

S&P's attribue une note A+ (investment grade) à Siemens et Moody's une note A1. Tous deux ont des perspectives stables.

Recommandation

L'exercice de valorisation et l'objectif de cours moyen des analystes s'élèvent à 127,5 EUR, ce qui offre un potentiel de cours de 12,9%.

Fin 2018, Siemens a également lancé un programme de rachat d'actions de 3 milliards d'euros qui doit être mis en œuvre d'ici le 15 novembre 2021. Les actions rachetées seront utilisées exclusivement pour les plans de personnel et de gestion. À ce jour, des actions ont déjà été rachetées pour 1,14 milliard d'euros.

En plus de l'exercice de valorisation, nous rappelons que l'action appartient à la catégorie « Dividend Aristocrats » (le dividende a été maintenu ou augmenté au cours des 10 dernières années). Siemens est donc une valeur de fond de portefeuille.

■ Derniers résultats

Au cours de l'exercice financier 2019 (se terminant le 30.09.2019), Siemens a enregistré une croissance de 4,6% de son chiffre d'affaires, qui s'élève à 86,8 milliards d'euros, et un résultat brut résiduel de 10,6 milliards d'euros (+10,2%). La marge EBIT est restée assez stable à 10,9%.

Le carnet de commandes a augmenté de 7,3% pour atteindre 98 milliards d'euros, ce qui porte le rapport commandes-facturation à 1,13x. Siemens a maintenant un carnet de commandes (commandes reçues et encore à mettre en production) de 146 milliards d'euros, soit environ 1,7 fois le chiffre d'affaires annuel.

Au cours du premier trimestre de 2020, le nombre de commandes a diminué de 1,6% pour atteindre 24,8 milliards d'euros. Le chiffre d'affaires, en revanche, a augmenté de 1% pour atteindre 20,3 milliards d'euros. Le bénéfice net a diminué de 2,6% pour atteindre 1,1 milliard d'euros. Le début plus lent du nouvel exercice financier était attendu.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ SANOFI (ISIN FR0000120578 – 91,57 EUR)

■ Profil

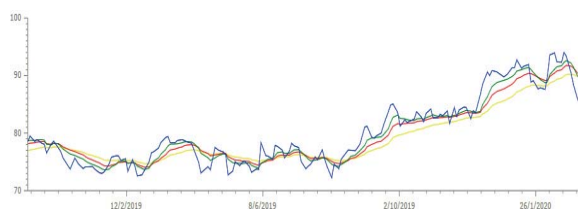
Sanofi est le 1er groupe pharmaceutique européen. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- produits pharmaceutiques (84,1%) : destinés au traitement des maladies cardiovasculaires, de la thrombose, des troubles du système nerveux central (insomnie, sclérose en plaques, épilepsie), des cancers, des allergies, etc. En outre, Sanofi-Aventis commercialise des produits OTC et des médicaments génériques ;
- vaccins humains (15,9%) : vaccins pédiatriques, vaccins contre la grippe, la méningite et la poliomyélite, vaccins de rappel et vaccins destinés aux voyageurs et aux zones endémiques ;

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	14,56x
Cours/Actif Net :	1,92x
Rendement :	3,52%

■ Évolution du titre SANOFI



■ Notre opinion

Une croissance bien soutenue

Profil

Sanofi est le plus grand groupe pharmaceutique européen en Europe et le cinquième au monde en termes de ventes. Le groupe est actif dans près de 100 pays, possède environ 79 installations de production dans 36 pays, ainsi que 20 sites de recherche et développement. Le groupe emploie plus de 100.000 personnes dans le monde.

Le chiffre d'affaires de 2018 est géographiquement bien équilibré : 35,3% sont réalisés aux États-Unis, 24,5% en Europe, 30,2% dans les marchés émergents (hors Venezuela) et le solde (10,0%) dans le reste du monde. Sanofi exerce ses activités dans 4 divisions mondiales : General Medicines (42,4% du chiffre d'affaires), Specialty Care (28,8%), Vaccines (15,8%) et Consumer Healthcare (13,0%).

Capital Markets Day

Le 10 décembre 2019, Sanofi a organisé une journée *Capital Markets Day* (CMD) aux États-Unis. Le groupe a présenté un plan pour la période 2020-2025. La première phase (2020-2022) sera axée sur la croissance et l'élargissement des marges.

Selon Sanofi, la croissance du bénéfice pour les prochaines années proviendra principalement de son médicament vedette Dupixent et des activités de vaccination. Sanofi s'attend à un pic des ventes sur le Dupixent (eczéma, asthme et autres maladies) de 10 milliards d'euros, ce qui est supérieur aux prévisions les plus optimistes des analystes. Les activités de vaccination devraient permettre d'atteindre une croissance du chiffre d'affaires comprise entre 5 et 10% sur la période 2018-2025.

La marge opérationnelle devrait s'améliorer jusqu'à 30%, grâce à un programme d'efficacité des coûts (2 milliards d'euros) et à une intensification de la recherche sur le diabète et les maladies cardiovasculaires. Le budget de recherche et développement des 6 médicaments candidats les plus prometteurs sera augmenté.

Sanofi prévoit également de pouvoir mobiliser des ressources par la vente d'activité moins importantes du groupe et, potentiellement, de sa participation dans Regeneron. L'unité *Consumer Health Care* fonctionnera en tant qu'entité distincte des trois divisions principales : Soins spécialisés, médicaments généraux et vaccins.

Recommandation

Sanofi dispose d'un portefeuille bien rempli de 34 médicaments en phase III (essais précliniques qui constituent la base de la demande d'autorisation de mise sur le marché) et de 2 en cours d'enregistrement en vue de leur lancement. Il y a 24 médicaments à l'essai en phase II et 28 en phase I. Ces données sont importantes, car le médicament Lantus (insuline pour diabète de type 1 et 2) hors brevet, représentait en 2019 8,3% du chiffre d'affaires total (10,3% en 2018).

L'action Sanofi est correctement valorisée mais la valorisation relative reste attractive.

■ Derniers résultats

SANOFI a vu son chiffre d'affaires progresser de 4,8% en 2019, à 36,1 milliards d'euros. Sur une base comparable (taux de change fixe et même structure du groupe), le chiffre d'affaires a augmenté de 3,6%. La marge brute d'exploitation est restée pratiquement stable à 71,0%. Les coûts de recherche et développement ont atteint 6,0 milliards d'euros. En revanche, les frais généraux sont restés stables 9,9 milliards d'euros. Le résultat opérationnel par action augmente de 9,5%, à 5,99 EUR (+6,8% à taux de change constant).

Le bénéfice net a fortement chuté, en raison des dépréciations de 3,6 milliards d'euros, principalement liées à Eloctate® (révision à la baisse des prévisions de ventes). La combinaison de solides flux de trésorerie (6,0 milliards d'euros) et du produit des désinvestissements a entraîné une diminution de l'endettement financier net à 15,1 milliards d'euros.

Sanofi versera un dividende brut de 3,15 EUR par action, ex-coupon, le 4 mai 2020.

Analyse fondamentale

Dirk Peeters
Analyste Financier



■ XIOR STUDENT (ISIN BE0974288202 – 58,7 EUR)

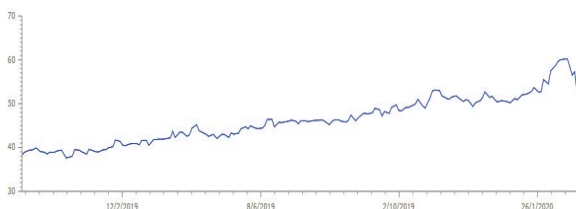
■ Profil

Xior Student Housing est une société immobilière réglementée publique (GVV), spécialisée dans la propriété et la gestion de logements étudiants en Belgique et aux Pays-Bas. À la fin du mois de décembre 2019, la valeur de marché du portefeuille immobilier, composé de 105 biens immobiliers (49 en Belgique, 43 aux Pays-Bas, 13 au Portugal et en Espagne) s'élevait à 1.190 millions d'euros.

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices : 32,5x
Cours/Actif Net : 1,57x
Rendement : 2,32%

■ Évolution du titre Xior Student



■ Notre opinion

Une histoire de croissance dans un segment attractif

Logements pour étudiants et commerces

Crée en 2007, Xior Student Housing NV est une société immobilière réglementée (SIR) spécialisée dans les logements pour étudiants en Belgique et aux Pays-Bas. L'actionnaire de référence est Aloxe NV (CEO Christian Teunissen 82% et directeur financier Frederik Snauwaert 18%) avec 18,64% du capital. AXA détient une participation de 6,93%. Le flottant (y compris AXA) revient donc à 81,36%.

Au 31 décembre 2019, la valeur du portefeuille s'élevait à 1.190 millions d'euros et se composait de 105 immeubles (y compris les projets en cours) avec 7.932 unités d'étudiants (hors projets en cours) et un taux d'occupation de 98%. Le rendement global est de 5,43%. Lorsque tous les projets auront été achevés, la valeur du portefeuille dépassera 1,5 milliards d'euros et 12.675 unités pour étudiants.

Un marché attractif

La principale activité de Xior est le segment des logements pour étudiants. Le marché des logements pour étudiants reste attractif et moins sensible aux cycles économiques. La hausse du nombre d'étudiants (tant locaux qu'internationaux) engendre une demande structurelle dans ce secteur.

Les exigences des étudiants sur la qualité des logements progressent. Les villes en Belgique essayent aussi que les étudiants ne louent pas des résidences immobilières (appartement/maisons) tandis aux Pays-Bas la location privée est beaucoup plus réglementée. Tous ces éléments poussent

à la hausse le loyer moyen par mètre carré pour un logement étudiant. Les économies d'échelles (grands bâtiments où les coûts d'exploitation de nombreux appartements d'étudiants peuvent être répartis) sont très importantes.

Une structure financière saine

Le ratio d'endettement du XIOR était de 45,67% à la fin décembre 2019 et augmentera encore pour atteindre environ 55% en raison des projets en cours. Environ 97% des dettes financières sont à taux fixe (après couverture) et 3% à taux variable. Le coût moyen de financement est actuellement de 2,15% (y compris les frais bancaires et autres) et la durée moyenne est de 4,08 ans. Au quatrième trimestre de 2020, environ 30 millions d'euros de dettes arrivent à échéance.

Un pipeline bien rempli

XIOR a un pipeline de projets en cours s'élevant à 340 millions d'euros (sans acquisitions supplémentaires) pour la construction de 4.732 unités d'étudiants.

Recommandation

L'objectif moyen du consensus des analystes est de 54,25 EUR par action. XIOR indique que lorsque le pipeline existant sera pleinement mis en œuvre, le loyer annualisé s'élèvera à 88,7 millions d'euros. Toutefois, l'ambition de la société est de faire passer son portefeuille au-dessus de 2 milliards d'euros d'ici à la fin de 2022. Cela nécessite encore un minimum de 450 millions d'euros de projets ou d'acquisitions supplémentaires. L'évaluation DCF correspondante est supérieure à 60 EUR par action, mais ne tient pas compte du fait que le ratio d'endettement dépassera alors 60%. Il est donc à prévoir que XIOR lance une nouvelle augmentation de capital (diluée) à la fin de 2020 ou au début de 2021.

Notre objectif de cours pointe un objectif à 55 EUR par action. Au cours actuel, le rendement brut du dividende n'est que de 2,32%. Enfin, l'action se situe à son plus haut niveau depuis l'introduction en bourse.

■ Derniers résultats

XIOR a vu ses revenus locatifs nets augmenter de 49,4% pour atteindre 44,9 millions d'euros en 2019, grâce à la forte croissance du portefeuille immobilier, qui a augmenté de 36,6% pour atteindre 1.190,8 millions d'euros. Le bénéfice par action de l'EPRA a augmenté de 9,6%, à 1,60 EUR. Le taux de croissance plus faible s'explique par l'augmentation de capital d'octobre 2019 (205 millions d'euros), un apport en nature et le dividende optionnel, qui a augmenté le nombre d'actions en circulation de 39%.

La VNI de l'EPRA s'est élevée à 35,96 EUR par action, ce qui donne à XIOR une prime de 63%. Le taux d'occupation était de 98%.



■ NOKIA (ISIN FI0009000681 – 3,62 EUR)

■ Profil

Nokia est spécialisé dans la conception, la production et la commercialisation d'équipements de télécommunications. Le CA par activité se répartit comme suit :

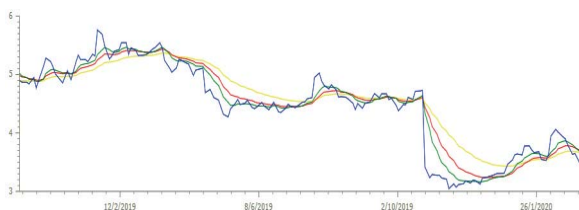
- développement de solutions réseaux haut débit fixes et mobiles (38,4%) : destinées notamment aux opérateurs de télécommunications ;
- développement de solutions d'infrastructures de réseaux (25,3%) : routeurs IP et solutions de réseautage optique ;
- prestations de services professionnels (25,2%) : planification et optimisation des réseaux, intégration de systèmes, installation, mise en oeuvre et maintenance de réseaux télécoms ;
- développement de technologies avancées (6,6%) ;
- autres (4,5%).

La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (28,8%), Amérique du Nord (29,1%), Chine (9,6%), Asie-Pacifique (18,1%), Moyen Orient et Afrique (8,3%) et Amérique latine (6,1%). www.nokia.com

■ Analyse fondamentale

Cours/Bénéfices :	17,49x
Cours/Actif Net :	1,36x
Rendement :	3,07%

■ Évolution du titre NOKIA



■ Notre opinion

2020 sera une autre année de transition

Profil

Nokia est un leader mondial dans la création de technologies pour un monde connecté. Cela se traduit par une position de leader dans l'accès 4-G, une deuxième place dans les routeurs EDGE et une troisième place dans les services. En s'appuyant sur la recherche et l'innovation des Nokia Bell Labs, Nokia propose la gamme complète de produits, services et licences de bout en bout pour les fournisseurs de services de communication, les gouvernements, les grandes entreprises et les consommateurs.

Le groupe compte 160 nationalités et est actif dans plus de 100 pays.

Le déploiement de la 5G est plus coûteux et moins rentable

La forte croissance attendue du déploiement de la 5G se fait plus lentement :

- Des coûts d'investissement plus élevés que prévu ;
- La concurrence par les prix d'Ericsson, prête à accepter des contrats moins rentables afin de gagner des parts de marché ;
- Très forte concurrence en Chine, marché d'origine de Huawei ;
- T-Mobile, un client important aux États-Unis, reporte son investissement dans la 5G parce que la fusion avec Sprint pourrait permettre de réaliser des économies sur l'investissement commun dans la 5G.

Cela signifie que Nokia devra investir davantage dans la 5G et la vendre ensuite à des prix plus bas que prévu, au détriment des bénéfices et des marges. En outre, les prix du matériel sont devenus beaucoup plus élevés, ce qui pèse également sur les marges.

Le groupe s'attend à une stagnation des marchés sur lesquels il est actif en 2020, sauf en Chine, où il est confronté à la féroce concurrence de Huawei.

Retour des dividendes au T1 2021

La position nette de trésorerie de Nokia a augmenté (pour atteindre 1,7 milliard d'euros) à la fin de 2019, grâce à la génération de liquidités et à l'annulation des dividendes pour le troisième et quatrième trimestre de 2019. Nokia ne recommencera à verser des dividendes que lorsque la position nette de trésorerie dépassera 2 milliards d'euros. La direction ne s'attend pas à ce que ce niveau soit dépassé au cours des trois premiers trimestres de 2020. Le premier versement de dividendes est prévu au premier trimestre de l'année 2021.

Recommandation

Nokia est un "value play" c'est-à-dire que les multiples sont faibles par rapport à ceux de ses pairs dans le secteur. Toutefois, le rendement du dividende attendu pour 2020 ne tient pas encore compte des perspectives données par la société aujourd'hui.

Nous sommes à « l'Achat » avec un objectif de cours à 4,50 EUR.

■ Derniers résultats

Nokia a vu ses ventes nettes augmenter de 3,3% pour atteindre 23,3 milliards d'euros en 2019. La croissance des ventes au quatrième trimestre (0%) reflète l'avertissement sur les bénéfices émis fin octobre. Le résultat brut d'exploitation a diminué de 1,4%, à 8,3 milliards d'euros. Le résultat d'exploitation et le résultat net ont été réinscrits en noir. Celles-ci sont beaucoup plus faibles car il existe un certain nombre d'exclusions en vertu des règles comptables IFRS (1,2 milliard d'euros), qui sont acceptées dans la comptabilité américaine mais pas dans la comptabilité européenne.



■ Environnement

Les marchés financiers ont été tenus en haleine par le coronavirus (COVID-19) ce mois-ci. Si dans un premier temps les investisseurs ont paru ne pas faire grand cas du nouveau virus, le sentiment a rapidement basculé et ce, pour deux causes principales. La première est l'apparition du virus en dehors des frontières chinoises, avec des infections désormais avérées sur chaque continent hormis l'Antarctique. Cela a augmenté la crainte d'une véritable pandémie, une épidémie à l'échelle mondiale. La deuxième est le fait que plusieurs des plus grandes entreprises du monde ont lancé des avertissements sur résultats à la suite de problèmes de chaîne d'approvisionnement causés par les mesures de quarantaine prises en Chine pour stopper la propagation. Et la liste est longue : des géants de la technologie Apple et Microsoft, au brasseur Ab Inbev et au constructeur de voitures de sport Aston Martin. L'incertitude a provoqué une vive réaction des marchés. Les marchés d'action n'ont eu besoin que de 6 jours pour connaître une correction (une baisse de 10 pour cent depuis le sommet), établissant par la même occasion un record historique.

Un fait notable pendant la vague de ventes est que les investisseurs ne font pas de discrimination par temps de panique. Aucune action n'a été épargnée, quel que soit l'impact du virus sur celle-ci ou l'entreprise émettrice. Il semble que dans le feu de l'action, les investisseurs appuient d'abord sur « vendre » et réfléchissent ensuite. On peut raisonnablement s'attendre à voir se marquer davantage les différences entre secteurs et styles dans les semaines à venir, le temps pour les investisseurs de faire le point ; les actions injustement sanctionnées reprendront du poil de la bête et les autres resteront ignorées.

Font à nouveau partie des gagnants ce mois-ci les placements considérés comme des valeurs refuges, dont, comme toujours, l'or et les obligations d'État.

Même après une hausse d'environ 18 % en 2019, l'or continue de fournir d'excellentes performances, si bien que son cours a franchi le seuil de 1600 dollars au mois de février - un niveau inédit depuis août 2013. Il y a deux principales raisons à cette évolution. D'une part, les investisseurs accroissent leur position en actifs à valeur fixe par suite des craintes sur les bourses ; d'autre part, l'on s'attend à ce que la politique monétaire accommodante soit tout au moins maintenue dans la plupart des régions, voire encore assouplie.

On s'est aussi rué en masse sur les obligations d'État de pays en bonne santé comme l'Allemagne, les Pays-Bas et bien sûr les États-Unis. La demande persistante tire les prix vers le haut et fait baisser les rendements. Le rendement à 10 ans du Bund allemand a été continuellement poussé en territoire négatif et clôture le mois à -0,62 %. Ce taux négatif signifie que les investisseurs font primer la sécurité sur le rendement, étant donné qu'ils doivent en somme payer pour conserver l'obligation jusqu'à son échéance. Le rendement sur le bon du trésor à dix ans est retombé pour la toute première fois sous le niveau de 1,2 %.

■ Transactions

Par gros temps, ce sont principalement les marchés d'actions qui ressortent dans les médias en raison de leur volatilité accrue. Mais même s'ils attirent moins l'attention, la croissance économique inférieure a aussi un impact négatif sur les marchés obligataires. De nombreuses entreprises ont profité des taux d'intérêt extrêmement bas ces dernières années pour s'endetter massivement à bon marché, ce qui n'est pas vraiment un problème en période d'expansion économique ; mais quand la croissance retombe fortement, comme on l'a vu ces deux dernières années, la situation est tout autre. La croissance en retrait a un impact négatif sur les chiffres d'affaires et les bénéfices. On peut donc observer ces derniers mois que de plus en plus d'entreprises éprouvent des difficultés à rembourser leurs dettes. Bien entendu, on en retrouve la plupart dans les secteurs sensibles à la conjoncture. La situation n'est jusqu'à présent pas dramatique, mais la fragilité sur les marchés obligataires a incontestablement augmenté et un nouvel affaiblissement de l'économie mondiale sous l'effet du coronavirus pourrait donc avoir des conséquences néfastes.

La stratégie est donc maintenue pour nos profils à obligations : nous continuons de privilégier la qualité et la liquidité, jusqu'à ce que l'impact du virus sur l'économie mondiale soit plus clair et en attendant les premiers signes de redressement. Sur la base de cette stratégie, nous avons acheté quatre nouvelles obligations, respectivement d'IBM, Comcast, Amgen et Telia. Chacune de ces obligations est notée *investment grade*, garantie d'une bonne solvabilité.

Pour les mêmes profils, nous avons décidé, le 3 février, de réduire notre position dans la société immobilière Cofinimmo, dont l'action, au terme d'une faramineuse

séquence haussière, a atteint son cours le plus élevé jamais enregistré - bien au-delà de notre objectif de cours interne. Considérant la sous-valorisation du secteur immobilier dans son ensemble ainsi que de Cofinimmo, nous avons décidé de mettre une partie du bénéfice à l'abri.

Enfin, l'obligation de Thyssenkrupp a été vendue pour l'ensemble des profils. Surtout connue pour ses ascenseurs, l'entreprise est en mauvaise posture depuis quelques années : sa génération de trésorerie est médiocre depuis quelque temps déjà et son bilan est en outre très faible. L'entreprise envisage plusieurs options afin de relever ces défis, dont la vente de sa division ascenseurs (qui pèse plus de 50 % de son EBITDA). Pour autant, nous ne voyons actuellement aucune solution magique et l'incertitude concernant le futur de Thyssenkrupp a considérablement augmenté. Étant donné les conditions encore très intéressantes de l'obligation au moment de la vente, nous avons décidé de vendre notre position.

Pour les profils à actions, nous estimons que les marchés étaient trop optimistes à la fin du mois de janvier et que les valorisations étaient montées trop haut, raison pour laquelle nous avons décidé de vendre diverses positions dans chaque classe d'actifs début février. Le but poursuivi était de mettre notre bénéfice à l'abri ou de réduire le risque d'une part, tout en augmentant notre position de liquidité d'autre part. En

anticipant sur une correction, nous protégeons mieux nos portefeuilles contre la forte baisse, et ce pour des pertes acceptables par rapport à l'évolution sur les bourses. Cette position de trésorerie élevée nous donnera également la possibilité de réaliser de nouveaux investissements en actifs sanctionnés durant la correction.

Pour la sélection d'actions individuelle, nous avons pris notre bénéfice sur le holding Financière de Tubize et le fournisseur d'énergie Engie. La décision de vendre Tubize a été prise compte tenu de la faible liquidité de l'action. Nous avons bâti au fil des ans une position considérable dans ce holding, qui était plusieurs fois supérieure au volume journalier moyen, et courions ainsi le risque de ne pas pouvoir la vendre à temps (ou de devoir la vendre à des conditions défavorables) en cas de changement important. Nous avons donc décidé de mettre notre bénéfice à l'abri. Quant à Engie, la décision a été motivée par les performances particulièrement bonnes de l'action et du secteur en général depuis le rally de la fin de l'année dernière. Notre objectif de cours étant ainsi atteint, nous avons décidé de vendre cette position.

Perspectives et points d'attention

- La politique monétaire des banques centrales
- Les conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Les négociations commerciales entre Chine et États-Unis
- D'éventuels tarifs à l'importation de produits européens aux États-Unis
- La conjoncture mondiale
- L'impact du COVID-19 sur l'économie mondiale

Nous avons actuellement une préférence pour les actions par rapport aux obligations en général, et aux obligations publiques en particulier. Dans un environnement de faibles taux d'intérêt, nous attachons davantage d'importance au flux de dividendes qu'aux augmentations potentielles 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.

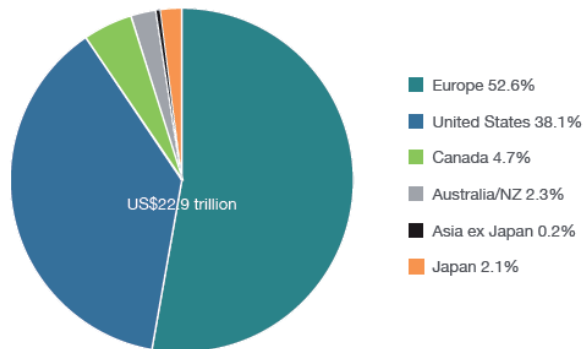
L'offre de fonds socialement responsables est de plus en plus vaste

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



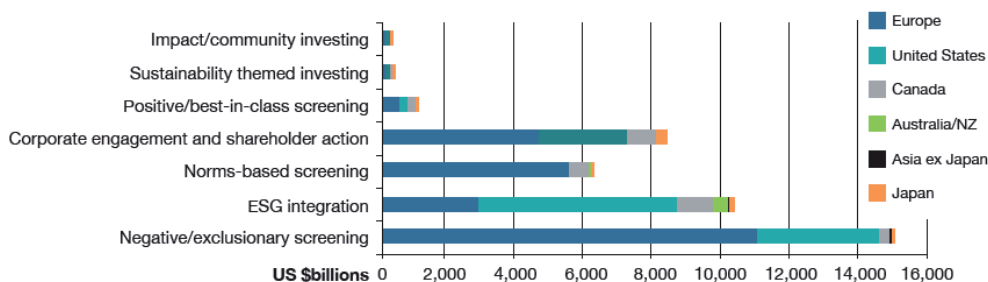
Source : GSIA

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

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, 43	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 Christudreef, 15	Tél: +32 9 269 96 00
GENT	Koningin Elisabethlaan, 2	Tél: +32 9 269 93 00
GRIVEGNÉE	Avenue des Coteaux, 171	Tél: +32 4 230 30 40
HASSELT	Diestersteenweg, 150	Tél: +32 11 37 94 00
IEPER	R. Kiplinglaan, 3	Tél: +32 57 49 07 70
KNOKKE	Piers de Raveschootlaan, 113	Tél: +32 50 47 40 00
KORTRIJK	Minister Liebaertlaan, 10	Tél: +32 56 37 90 90
LA LOUVIERE	Rue Sylvain Guyaux, 40	Tél: +32 64 43 34 40
LEUVEN	Jan Stasstraat, 2	Tél: +32 16 30 16 30
LIEGE	Place Saint-Paul, 2	Tél: +32 4 230 30 30
MECHELEN	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
PEPINGEN	Ninoofsesteenweg, 93	Tél: +32 2 793 23 80
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: 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 Février 2020