

Les holdings n'ont jamais été aussi bon marché en neuf ans.

©Filip Ysenbaert

SERGE MAMPAEY 17 octobre 2022 06:52 ARTICLE L'ECHO

En période d'euphorie boursière, les investisseurs sont prêts à payer d'importantes primes pour les holdings. Lorsque le temps se gâte, cette période bénie se transforme rapidement en saison des soldes.

Les holdings, ces sociétés qui investissent dans d'autres sociétés, sont considérés comme des **investissements dits de bons pères de famille**. Une seule action permet d'accéder à un portefeuille diversifié et de profiter de l'expertise des gestionnaires. Mais ils **n'échappent pas au malaise qui touche actuellement les marchés financiers**. Au cours des neuf premiers mois de l'année, ils ont cédé en moyenne 19% de leur valeur, ce qui est comparable aux 19% perdus par l'indice européen Stoxx 600 et à la chute de 22% de notre indice national, le Bel 20.

Il va de soi que **les entreprises faisant partie des portefeuilles des holdings ne sont pas à l'abri** des aléas de la conjoncture, de la reprise de l'inflation et de la hausse des taux, sans oublier la baisse généralisée des valorisations. Mais, dans l'univers des holdings, une autre loi entre en jeu et se répète à chaque cycle conjoncturel: lorsque les choses se passent bien en bourse, leurs actions se négocient souvent avec une prime ou avec une décote limitée par rapport à leur valeur intrinsèque. **Lorsque les choses se gâtent, les investisseurs commencent à exiger une décote** qui augmente au fur et à mesure que les bourses baissent.

"Nous estimons la **décote du secteur à 27,2% en moyenne**. C'est le plus haut niveau depuis 2013", constatent les analystes Joren Van Aken et Kris Kippers de Degroof Petercam dans leur rapport sur les holdings publié cette semaine.

"Il existe des **arguments pour et contre les décotes**", explique l'analyse Kristoff Van Houte du magazine Kroffinvest. "Par exemple, les frais ne sont-ils pas trop élevés ? Les holdings dont les coûts sont élevés par rapport à la valeur du portefeuille devraient se négocier avec une décote plus importante." Parmi les holdings belges, **GBL** affiche le ratio de coûts le plus bas (0,2%) et **Quest for Growth** le plus élevé (1,1%).

"La **communication avec les investisseurs**, le **taux d'endettement** éventuel, l'**ouverture dont fait preuve le management** ou encore la **transparence du portefeuille** jouent également un rôle. Sans oublier les **résultats**, bien entendu", poursuit Van Houte. "Un holding qui ne fait rien de bon, année après année, doit se négocier avec une décote plus importante. Mais nous ne voyons que rarement des holdings systématiquement bien ou mal gérés pendant des décennies. Ce qui est vilipendé aujourd'hui - et provoque une énorme décote - peut demain être à nouveau louangé et réduire la décote, voire justifier une prime. Ou vice versa."

"Dans la pratique, les décotes sont limitées et, **lorsque tout va bien, le cours se négocie avec une prime**. Dans ce cas, cela signifie que les investisseurs sont enthousiastes, mais aussi que les actifs sous-jacents sont relativement chers. **Ce fut le cas chez Sofina**, qui se négociait encore récemment avec une prime de 40%. Lorsque la panique s'installe, les actifs sous-

jacents perdent une partie de leur valeur et la décote augmente. C'est un peu contre-intuitif, mais cela signifie que **vous pouvez faire de meilleures affaires quand les choses vont mal.**

Sous le capot

La pire période de soldes en neuf ans **ne signifie pas que tous les holdings soient dignes d'intérêt.** Il est capital d'étudier ce qui se cache sous le capot. Il ne faut surtout pas oublier les performances des entreprises du portefeuille, qui façonnent les résultats de la société faîtière.

En outre, il est important d'évaluer **dans quelle mesure les valeurs intrinsèques officielles correspondent à la réalité.** "Ceux qui investissent dans le Private Equity (sociétés non cotées, ndlr) et le capital à risque ont signalé de très faibles baisses de leurs valeurs intrinsèques. Mais cela ne signifie pas qu'elles soient protégées. Le véritable impact sur le marché privé émerge en moyenne avec 12 mois de retard", constate Kippers.

Les holdings qui sont principalement actifs dans ce segment sont Sofina, Brederode et Eurazeo. Leurs cours ont perdu un multiple des dépréciations qu'ils ont eux-mêmes publiées. Au cours du premier semestre 2022, le cours de bourse de Sofina a perdu 55%, alors que la valeur du portefeuille n'a "officiellement" cédé que 12,7%. Le cours de Brederode a reculé de 31%, contre 2,4% pour la valeur intrinsèque "officielle". Cela signifie que **les investisseurs considèrent que la valeur de leurs investissements directs et des fonds via lesquels ils investissent dans du capital à risque a beaucoup baissé.**

"Les fonds de Private Equity et de capital à risque appliquent **trois méthodes courantes pour ralentir l'impact de la baisse des cours sur les valorisations**", explique Kippers. "La première consiste à **maintenir les récents investissements** - qui se font souvent à des valorisations record - **à leur prix d'achat dans les livres comptables.** C'est même une des directives de l'association sectorielle. Il est courant de ne pas modifier le prix d'achat pendant les douze premiers mois suivant une acquisition. La deuxième méthode consiste à **valoriser une entreprise au prix de la dernière levée de capitaux.** Selon les directives, c'est autorisé pour autant que la viabilité commerciale de l'entreprise ne soit pas menacée significativement. Tant qu'il n'y a pas de nouvelle levée de capitaux et que le manager estime que l'avenir n'est pas en danger, la valeur de l'entreprise n'est pas recalculée. La troisième méthode consiste à **vendre une participation à un autre fonds du même groupe ou à un partenaire, à un prix plus élevé.** Quelques célèbres investisseurs ont qualifié cette méthode de pyramide de Ponzi. Cela explique que l'on voie encore sur le marché des transactions à des prix de 20 à 30

"La meilleure façon pour ces fonds de ne pas devoir reconnaître une baisse de leur valeur consiste à **s'assurer que les entreprises de leur portefeuille n'aient pas besoin de nouvelles levées de capitaux**", poursuit Kippers. "C'est pourquoi Sequoia, un des principaux acteurs américains du capital à risque et partenaire de Sofina, a conseillé à toutes ses entreprises de reporter aussi longtemps que possible toute nouvelle levée de capitaux pour faire face à la tempête. **Pour endiguer la consommation de liquidités, les entreprises ont procédé à de nombreux licenciements.** L'app éducative **Byju's** a licencié 5.000 personnes. La société de livraison à domicile **Gorilla** s'est séparée de 320 collaborateurs. Au cours des 12 prochains mois, de plus en plus d'entreprises seront forcées de trouver de l'argent frais. Ce n'est qu'alors que l'impact de la crise actuelle sur les valorisations sera réellement visible."

Conseils d'achat à la pelle

Parmi les holdings belges, **D'Ieteren est celui qui bénéficie du plus grand nombre de recommandations d'achat.** Le groupe bruxellois, qui investit surtout dans des entreprises

actives dans le secteur de la mobilité, s'est illustré en étant repris dans une sélection d'actions européennes de l'agence de presse Bloomberg bénéficiant uniquement de recommandations d'achat. Chez KBC Securities, l'entreprise est reprise sur la "top pick list". L'analyste Michiel Declercq explique pourquoi: "L'action D'Ieteren a bien réagi après la publication de résultats semestriels meilleurs qu'attendu et la révision à la hausse de ses estimations de résultats pour l'ensemble de l'année. Le groupe s'attend aujourd'hui à augmenter son bénéfice d'exploitation de 35% au lieu de 25%. Par la suite, le **cours s'est rapidement essoufflé**, ce qui est dû, selon nous, au **taux d'endettement élevé de la filiale de vitrages automobile Belron** (la principale participation du groupe, ndlr) et à la **hausse des coûts liée à la mise en œuvre du plan de transformation** du groupe. Nous estimons la décote à 40%. Nous la trouvons exagérée. Belron peut traditionnellement répercuter l'inflation sur ses prix, même si c'est avec un peu de retard. Nous sommes donc convaincus que les marges seront maintenues au cours du second semestre. La plupart des secteurs dans lesquels D'Ieteren est actif sont résilients, affichent de solides perspectives de croissance et un potentiel important en termes de marges bénéficiaires."

L'analyste Emmanuel Carlier de Kempen souligne que **D'Ieteren combine croissance et qualités défensives**. Avec TVH Parts et PHE, le holding est bien positionné sur le marché des pièces détachées pour chariots élévateurs et le secteur automobile, un segment moins cyclique que les nouveaux véhicules. "Les deux affichent un solide palmarès en matière d'acquisitions. Nous estimons que, d'ici 2025, D'Ieteren pourrait investir jusqu'à **4 milliards d'euros dans des acquisitions**, qui se feront principalement par le biais de TVH et PHE. Ces opérations **devraient accélérer la croissance du groupe**."

La **médaille d'argent**, avec 75% de recommandations d'achat, **est GBL**. Le magazine financier L'Investisseur vient d'accorder une place au holding de la famille Frère dans son portefeuille modèle. "La décote atteint 40% tandis que la valorisation des actifs sous-jacents a également diminué. **Si les bourses se reprennent, le cours bénéficiera d'un double levier**: une revalorisation des participations et une baisse de la décote, qui devrait se rapprocher de la moyenne à long terme de 25%, voire moins", explique le rédacteur en chef Gert Bakelants.

"Les **participations ont un potentiel de redressement**. Les cinq principales sont le fabricant de spiritueux **Pernod Ricard**, le spécialiste suisse des services d'inspection et de test **SGS**, le géant des articles de sport **Adidas**, le spécialiste de l'extraction de minéraux **Imérys** et le groupe de matériaux **Umicore**. En outre, GBL rachète régulièrement ses propres actions et nous pensons que le rendement du dividende de 4% brut devrait augmenter au cours des prochaines années."

Certains analystes s'interrogent sur les récentes prises de participation de GBL dans plusieurs sociétés de croissance "hype", à des valorisations élevées. Par exemple, GBL a investi l'an dernier dans la société technologique suédoise **Klarna** à une valorisation de 46 milliards de dollars. Klarna est aujourd'hui à la recherche d'argent frais à une valorisation de 6,5 milliards de dollars.

Ackermans & van Haaren est soutenu par de nombreux fans pour sa relative stabilité. Les bénéfices semestriels sont en hausse de 68%. "Nous avons été particulièrement impressionnés par les excellents **résultats de la branche de banque privée** (Banque Delen, ndlr)", explique Hans D'Haese d'ING pour justifier sa recommandation d'achat. "Les actifs sous gestion ont baissé de près de 10% à cause de la correction subie par les marchés, mais l'entreprise compte encore **2,8 milliards d'euros de capitaux frais**. Le bénéfice net de la branche bancaire a légèrement augmenté malgré la correction boursière."

Dans la filiale CFE, la scission du dragueur DEME est un succès en bourse. Ackermans a également mis son demi-milliard d'euros de liquidités au travail. La semaine dernière, le holding a lancé un **programme de rachat de l'équivalent de 70 millions d'euros d'actions propres**, même si l'entreprise n'a pas encore précisé de ce qu'il adviendrait de ces actions.

Sofina lanterne rouge

Parmi tous les holdings, **Sofina a subi le plus important revers cette année**, avec une baisse de près de 60%. L'entreprise de la famille Boël s'est retrouvée **dans le collimateur du "shorter" Fraser Perring**. Le marché s'interroge sur les modèles d'exploitation et les valorisations de participations comme l'app éducative **Byju's**, la plate-forme technologique **Zilingo** et le magasin en ligne **THG**.

"En se focalisant sur les actions de croissance, le groupe se retrouve fortement corrélé avec l'indice américain Nasdaq", estime Sharad Kumar de KBC Securities. "Nous trouvons que **l'action a été exagérément pénalisée**. Sofina permet d'accéder à des fonds de capital à risque difficilement accessibles et qui affichent traditionnellement de bons résultats. **Le holding est bien diversifié aux niveaux géographique et sectoriel**. Même si le cours continue à dépendre des mouvements erratiques de la bourse. Si le Nasdaq continue à baisser, il est possible que l'action soit bientôt encore moins chère. Je pense que les résultats de géants technologiques comme Apple ne seront pas à la hauteur des attentes. Les ventes d'iPhone sont sous pression. Si des géants comme Apple ou Microsoft baissent, cela pèsera lourd sur le Nasdaq et donc aussi sur Sofina."

Contrairement à Sofina, **Brederode mise sur des entreprises plus matures**. "Elles sont mieux protégées contre les fortes baisses de valeur parce qu'elles génèrent suffisamment de liquidités et peuvent donc se permettre d'attendre des jours meilleurs pour lever des capitaux", explique Joren Van Aken de Degroof Petercam. "La valeur intrinsèque n'a baissé que de 2,5% au cours du premier semestre, notamment suite à la hausse du billet vert, car 72% des fonds de capital à risque de Brederode sont cotés en dollars. **Des réductions de valeur plus importantes sont à prévoir, mais elles sont déjà intégrées dans le cours**. Et avec un taux d'endettement d'à peine 1%, Brederode dispose d'une puissance de feu suffisante pour continuer à investir.

Bois Sauvage n'investit pas via des fonds, mais détient des **participations directes**. Le secteur du chocolat, avec des marques comme **Neuhaus** et **Jeff de Bruges**, représente 40% de la valeur du portefeuille. Depuis mars, Bois Sauvage **rachète au compte-gouttes ses propres actions**. Les liquidités représentent 12% du portefeuille. La plupart des analystes se montrent neutres sur le titre.

Idem pour **GIMV**. L'action a résisté jusqu'à la fin août, mais a ensuite perdu 20% de sa valeur en quelques semaines. **Avec une soixantaine de participations, la société d'investissement est bien diversifiée**. GIMV a la réputation de créer de la valeur à long terme. Le groupe s'est fixé comme objectif de croître en moyenne de 15% par an. Ces dernières années, il a fait mieux, mais ne devrait pas réitérer ces bons résultats dans un avenir proche. GIMV ne remplit pas ses participations de dettes, de telle sorte qu'elles disposent de temps et d'une marge de manœuvre suffisants pour se développer. Point négatif: les liquidités ont fait place à un léger endettement.

Chez les monoholdings, les décotes sont faciles à calculer car ils ne détiennent qu'une seule participation cotée. **Solvac**, le holding faîtière de Solvay, affiche la décote la plus faible, soit 21%. **Tubize**, le groupe qui contrôle UCB, affiche la décote la plus importante avec 39%. Solvac redistribue pratiquement tous les dividendes qu'il perçoit de Solvay, tandis que Tubize

n'en redistribue qu'une partie. Avec le solde, le holding a augmenté sa participation dans UCB au début de l'année. Au vu de l'importante décote, Tubize pourrait créer davantage de valeur en rachetant ses propres actions. C'est en tout cas ce que fait Ancora. Le propriétaire de KBC soutient le cours de l'action avec un programme de rachat de 50 millions d'euros, dont 20 millions d'euros ont déjà été dépensés.

Parmi les holdings étrangers, on trouve la plus forte décote (soit 60%) chez **Peugeot Invest**. L'actionnaire principal du constructeur automobile éponyme a perdu 40% en bourse, soit deux fois plus que sa principale participation, le géant automobile Stellantis. **Les analystes pointent le manque de transparence de l'entreprise**, qui détient également une participation dans l'exploitant de maisons de repos **Orpéa** et dans le fabricant d'appareils électroménagers **SEB**. Près de la moitié du portefeuille se compose d'actions non cotées et de fonds pour lesquels il est difficile de savoir dans quelle mesure les réductions de valeur ont été appliquées. En outre, Peugeot est également **endetté à hauteur de près de 1 milliard d'euros**, ce qui n'est guère apprécié par les investisseurs en ces temps difficiles. "Malgré les incertitudes, Peugeot Invest se négocie avec une très importante décote sur l'action Stellantis, déjà bon marché. L'action se situe clairement dans une zone de prix attrayante pour les candidats acheteurs", estime Van Houte.

Stellantis est également une participation clé pour le holding Exor de la famille italienne Agnelli. Suite à la vente du réassureur PartnerRe à un bon prix, les dettes ont fondu comme neige au soleil. Parmi les autres participations, on trouve notamment l'icône de l'automobile **Ferrari** et le constructeur de machines agricoles **CNH**. Quatre analystes sur cinq recommandent l'action à l'achat. Pas un seul ne recommande de vendre.

Cette semaine, Degroof Petercam a revu à la baisse sa recommandation de "conserver" à "alléger" pour le **holding français Tikehau Capital**. C'est le seul holding suivi par Degroof Petercam qui se négocie avec une prime. "Nous ne comprenons pas pourquoi Tikehau surperforme le marché, tandis que son homologue **Eurazeo** ne négocie 50% en dessous de sa valeur intrinsèque."

Pour le **géant néerlandais HAL**, les avis négatifs ont été remplacés par une position neutre. "Les deux raisons qui expliquaient notre pessimisme - la faible décote et la surabondance de liquidités - sont résolues. La décote atteint aujourd'hui plus de 20%, tandis que **HAL a utilisé 40% de ses liquidités pour retirer de la bourse la société de dragage Boskalis**."

Cette semaine, le courtier en bourse **Jefferies a encore fait l'éloge des sociétés de dragage du Benelux** qui "grâce à la forte demande de services maritimes se trouvent à la veille d'une décennie de croissance". C'est bien entendu aussi **une bonne nouvelle pour l'actionnaire principal de DEME, Ackermans & van Haaren**.

Les actionnaires de holdings doivent comprendre que le sens de la marche des bourses sera pendant encore longtemps le principal indicateur de direction pour les cours. Une direction impossible à prévoir. De nombreuses actions sont bon marché, mais pourraient encore céder du terrain en cas de forte récession économique ou de panique. **Ceux qui investissent à long terme ne doivent pas oublier les nombreux avantages des holdings**. Grâce à leur diversification, le risque de "perte totale" est très faible. La plupart des holdings familiaux ont déjà traversé de nombreuses crises et disposent de l'expérience nécessaire pour y faire face. En outre, le marché baissier finira bien par céder la place au marché haussier. Ces participations vous permettront de profiter de la reprise sans trop de soucis.