



Bolero

TOPIC

Investir dans les holdings

Les holdings préférées de KBC Securities

23 juin 2020

RECHERCHE : MICHEL DECLERCQ (KBC SECURITIES) : "HOLDINGS UPDATE POST-MAY"

(10/06/2020) - RESUMÉ POUR VOUS PAR ELENA DELMAS, BUSINESS DEVELOPMENT MANAGER

BOLERO



Dans ses **TOPICS**, Bolero approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également d'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

Les holdings permettent d'**investir de manière peu onéreuse** dans un **portefeuille diversifié** et offrent souvent un **rendement de dividende intéressant**. De plus, une holding vous donne également accès à des **participations non cotées en bourse** ou **capital-risque**.

Mais **comment investir dans des holdings** et sélectionner les bonnes holdings pour votre portefeuille ?

Dans ce dossier, nous vous guidons à travers la **terminologie** des holdings, leur **valorisation**, vous découvrirez ensuite **trois raisons** qui montrent qu'investir dans des holdings est une piste intéressante.

Michiel Declercq, analyste chez KBC Securities, vous apporte un aperçu détaillé des **holdings au Benelux** et met ses **favoris** en avant.

Attention: Les objectifs de cours et recommandations mentionnés dans ce dossier datent du 23/06/2020 et reflètent l'opinion de l'analyste à la date mentionnée. Veuillez noter que ces informations peuvent avoir changé au moment où vous lisez la publication. Pour tous les objectifs de cours et recommandations les plus récentes, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

Que sont les holdings ?

Les holdings sont des entreprises qui n'exercent **pas d'activités opérationnelles** elles-mêmes mais qui investissent dans d'autres entreprises. Nous distinguons **deux types** de holdings: les monoholdings et les non-monoholdings.

- Les **monoholdings** sont des holdings qui n'investissent que dans **une participation sous-jacente**. Nous pensons à la holding Solvac, qui ne possède que des actions Solvay, à Tubize Financière (la holding au-dessus de la société pharmaceutique UCB) ou à Heineken Holding (la holding au-dessus du brasseur Heineken SA).
- Puis il y a les **non-monoholdings**, qui investissent dans un **portefeuille diversifié** d'entreprises aussi bien **cotées en Bourse** que **non cotées en Bourse**. Nous noterons à titre d'exemples Ackermans & van Haaren (qui investit notamment dans l'ingénierie et les infrastructures marins, le private banking, l'immobilier, l'énergie et les matériaux, et le capital de croissance), GBL, Hal Trust, etc.

Pourquoi investir dans des holdings?

Les holdings représentent un investissement populaire pour de nombreux investisseurs particuliers. Et il y a plusieurs bonnes raisons à cela. KBC Securities identifie plus spécifiquement trois raisons qui montrent qu'investir dans des holdings est une piste intéressante.



Diversification et répartition du risque

Les holdings permettent d'investir de **manière peu onéreuse** dans un **portefeuille diversifié**. Il faut savoir qu'un investisseur qui investit dans une action de holding achète de manière sous-jacente des actions de plusieurs entreprises. Bien entendu, cet argument ne s'applique qu'aux **non-monoholdings**. Cette diversification vous permet aussi d'emblée d'assurer une meilleure **répartition des risques** dans votre portefeuille.



Rendement de dividende

Les holdings offrent aussi généralement un **rendement de dividende attrayant**, principalement avec les monoholdings, qui n'investissent que dans un actif sous-jacent. Leur rendement de dividende est aussi souvent plus élevé que celui de la participation sous-jacente.



Accès à des investissements alternatifs

Enfin, les holdings ouvrent la porte à des investissements alternatifs, comme p. ex. le **Private Equity** – ou à des participations non cotées – et au **capital-risque**,

auxquels vous n'auriez normalement pas accès en tant qu'investisseur particulier.

Terminologie des holdings

Pour savoir comment les holdings sont valorisées, il faut d'abord comprendre une série de notions propres à ce type d'entreprises et qui reviennent de manière récurrente dans la publication des résultats annuels.

NAV ou Net Asset Value

La Net Asset Value, ou valeur de l'actif net (VAN), est la valeur totale de tous les actifs de la holding, moins les dettes. La VAN reflète la **valeur de la holding aujourd'hui**.

Deux autres termes souvent utilisés sont la **valeur nette d'inventaire** (VNI) et la **valeur intrinsèque**.

TEV ou Target Equity Value

Tandis que la VAN reflète la valeur actuelle, la TEV (Target Equity Value) représente la **valeur de l'entreprise attendue dans le futur**.

Il s'agit d'une supposition de l'analyste, qui estime comment la valeur de l'actif net évoluera.

Discount / remise / décote vs. prime

Nous obtenons une différence si nous comparons la VAN actuelle avec la valorisation que les investisseurs donnent à la holding, donc avec la capitalisation boursière ou la valeur boursière.

Généralement, la capitalisation boursière ou la valeur boursière est inférieure à la valeur intrinsèque de la holding; dans ce cas, nous parlons de **remise, discount ou décote de holding**.

Si la valeur boursière est supérieure à la valeur intrinsèque, nous parlons d'une **prime de holding**.

TSR ou Total Shareholder Return

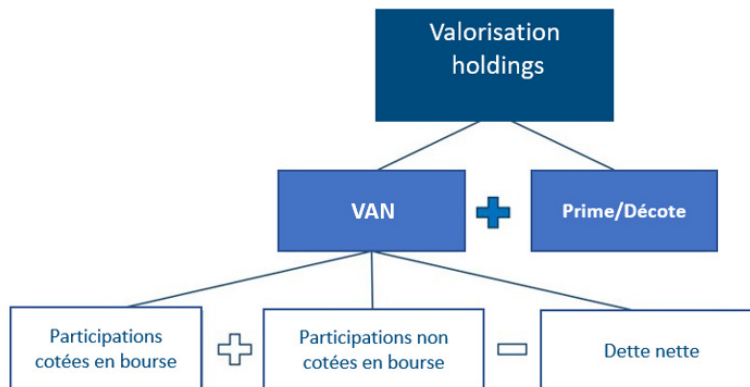
Le Total Shareholder Return (TSR) est une mesure qui exprime le rendement total pour l'actionnaire sur une période déterminée. Il s'agit de l'addition de l'évolution du cours et du **rendement de dividende** sur cette période.

Valorisation des holdings

Les holdings sont **valorisées sur la base de leur VAN et d'une prime ou d'une décote**. L'addition reflète la valeur de la holding.

Une différence est en outre faite entre la **valeur actuelle** (la somme de la VAN et de la prime/décote) et la **valeur future escomptée** (la somme de la TEV et de la prime/décote attendue dans le futur ou l'objectif de cours de KBCS).

Voyons maintenant les différents éléments dans le détail et comment leur valeur est déterminée.



VAN

La VAN est la somme des participations cotées et non cotées en Bourse, moins la dette nette.

Pour déterminer la valeur actuelle, les participations **cotées en Bourse** sont valorisées à leurs **cours** actuels. Pour déterminer la **TEV**, ou la valeur visée de l'entreprise, KBCS se base sur les **objectifs de cours** pour les participations sous-jacentes.

Pour la valorisation des participations **non cotées en Bourse**, l'analyste dispose de plusieurs options:

- Soit la valorisation est établie sur la base de **multiples** (sociétés cotées en Bourse du même type), de la méthode de valorisation **DCF** (Discounted Cash Flow) ou **DDM** (Dividend Discount Model),
- soit sur la base de la **valeur comptable**.

Une autre option consiste à valoriser les participations non cotées sur la base de la **valeur comptable + tracker**: comme il n'y a souvent que peu d'informations disponibles pour les participations private equity d'une holding, l'analyste utilisera un tracker PE coté en Bourse comme référence pour estimer les évolutions au sein de ces participations PE.

La **dette nette** est la somme de toutes les dettes moins la position de trésorerie au niveau de la holding.

Prime / décote

Généralement, la capitalisation boursière d'une holding est inférieure à sa valeur intrinsèque. Dans ce cas, l'on parle de **remise, discount ou décote de holding**. Cette décote est portée par de nombreux facteurs que les analystes prendront en considération pour déterminer la décote ou la prime attendue de la holding.

KBC Securities a identifié douze facteurs susceptibles d'influencer la décote ou la prime des holdings.

1. Mean reversion

Les analystes partent généralement du principe que la décote ou la prime de la holding a tendance à retourner à la moyenne historique ou à long terme. Ce phénomène est également appelé « mean reversion ».

2. Manque de liquidité

Lorsque les participations de la holding ne sont pas liquides, et donc pas faciles à négocier/vendre, une décote ou remise sera attribuée à la somme de toutes les participations. Au-delà d'un manque de liquidité au niveau des participations, la holding elle-même peut aussi être plus illiquide, et, partant, cotée avec une décote.

3. Transparence

En tant qu'investisseur, vous dépendez des informations que publie la holding. Si une holding donne peu d'informations sur les participations dans lesquelles elle investit, cela constitue un risque supplémentaire pour l'investisseur et la décote au niveau de la holding sera d'autant plus importante.

4. Exposition au Private Equity / rareté des actifs

Lorsqu'une holding dispose de davantage d'investissements alternatifs, comme du PE ou capital-risque, la décote diminuera dans la mesure où il s'agit d'actifs dans lesquels vous ne pouvez pas investir en tant qu'investisseur particulier (c'est ce que l'on appelle la 'rareté des actifs').

5. Historique de performance

En tant qu'investisseur particulier, vous dépendez de la façon dont le management gère la holding et de ce qu'il fait avec les cash-flows qui découlent de ses participations. Pour les holdings dont le management est en mesure de soumettre

un excellent historique de performance, une décote plus petite se justifie davantage que lorsque la direction doit encore gagner ses galons.

6. Environnement économique

L'environnement économique a également un impact sur la décote ou la prime de la holding. Nous voyons typiquement que la décote de la holding diminue dans un marché haussier, tandis qu'elle repart à la hausse dans un contexte baissier.

7. Position de dette/trésorerie

La position de dette/trésorerie a également un impact sur la décote de la holding, même si elle se détermine de manière moins linéaire. S'il existe des dettes au niveau de la holding, son rendement sera certes plus élevé mais d'un autre côté, le profil de risque sera plus élevé lui aussi. C'est ce qui explique que la position de dette peut contenir à la fois une diminution et une augmentation de la décote.

L'inverse est vrai pour une position de trésorerie considérable: elle diluera le rendement de la holding mais offre davantage de stabilité dans un contexte volatil.

8. Qualité des actifs

La qualité des actifs est très importante: une holding possédant des participations sous-jacentes de qualité mérite une décote plus petite. Les éléments qui jouent un rôle à ce niveau-là sont la concentration des actifs, la diversité géographique, la volatilité du portefeuille, etc.

9. Décote de liquidation

Nous parlons d'une décote de liquidation lorsque nous tenons compte de certains frais qui peuvent apparaître lorsque la holding vend une participation déterminée.

10. Absence de contrôle

La valorisation d'une holding reflète généralement une participation de contrôle dans une entreprise. Lorsqu'une holding n'exerce pas de contrôle sur ses participations, la décote augmentera.

11. Coûts opérationnels

Plus les coûts opérationnels au niveau de la holding sont élevés, plus la décote est importante. Inversement, des coûts opérationnels moindres garantissent une décote plus faible.

12. Circonstances imprévues

Nous pensons à une éventuelle responsabilité découlant de conflits ou d'affaires judiciaires pendants, de garanties de prêts, etc., qui peuvent avoir un impact négatif ou positif sur la holding, et qui auront aussi une influence sur la décote ou la prime.

Le bon moment pour acheter

Le grand **avantage** d'investir dans des actions de holding est, qu'en tant qu'investisseur, vous avez accès à un **large éventail d'entreprises à faible coût**, ce qui peut s'avérer d'autant plus intéressant en temps de **crise**. Bien entendu, cet argument ne vaut que pour les non-monoholdings.

Dans le marché actuel, ce sont surtout les entreprises actives dans les secteurs de la **santé** et de la **technologie** qui, visiblement, tiennent assez bien la forme. Les États-Unis se sont par ailleurs redressés plus rapidement que l'**Europe**. Les actions dans l'univers de KBC Securities (Benelux) comprennent de nombreuses holdings actives dans ces secteurs et sur ces continents. Cela permet de **compenser** d'autres **entreprises plus cycliques** au sein du portefeuille.

L'important degré de **diversification** confère aux holdings un **caractère défensif**, comme en atteste aussi le rendement depuis le début de 2020; la non-monoholding moyenne a perdu 6,5% de sa valeur, contre -11,4% pour l'Eurostoxx 50 (panier des cinquante principales actions de la zone euro).

S'agissant du bon **moment pour acheter**, les investisseurs considèrent souvent la **décote** de holding. Dès qu'elle **s'écarter fortement** de la moyenne à deux ou à cinq ans, une **opportunité d'achat** peut se présenter. S'il est vrai que la moyenne peut être un bon critère, le **passé n'est nullement une garantie pour l'avenir**.

D'une manière générale, l'on accepte que les **décotes diminuent sur fond de marchés haussiers et augmentent dans un contexte baissier**. Une rétrospective des huit dernières années montre que cette théorie est vraie en grande partie. La décote moyenne des non-monoholdings est ainsi passée de 35% à 10% environ. La baisse était un peu moins prononcée pour les monoholdings: de 35% à 25%.

Ceci dit, s'agissant des holdings, il convient de **regarder au-delà de la seule conjoncture macroéconomique**. La diminution de la décote observée ces dernières années est également due à la **transformation stratégique** qu'ont subie de nombreuses holdings. Ainsi a-t-on souvent renoncé aux participations concentrées dans des entreprises cotées en Bourse au profit du **private equity**, y compris en dehors de l'Europe.

Sofina constitue à cet égard un **cas d'école**. Les participations historiques dans Colruyt et Danone, notamment, ont fait place progressivement au **private equity et au venture capital** (capital-risque). Au fil des ans, Sofina a su établir de solides connexions dans le secteur et est passé à la caisse à plusieurs reprises. La mise en œuvre réussie de la nouvelle stratégie a fourni d'excellents résultats et la décote a de ce fait presque totalement disparu. En 2009, elle était encore de près de 50%.

Lorsque nous observons les **décotes actuelles**, nous remarquons une **légère**

augmentation au niveau des holdings majoritairement composées de participations cotées en Bourse (p. ex. GBL, HAL, Quest for Growth). Pour les holdings fortement axées sur le private equity, la décote a de nouveau baissé (p. ex. Gimv, Sofina). Mais comme les informations sur les participations privées sont limitées, il est impossible de calculer l'évolution de la décote de manière précise.

Holding préférées de KBC Securities

Dans son univers des actions Benelux, KBC Securities a identifié **trois « Top Picks »** méritant le label « **action de holding préférée** »: **GBL, Hal Trust et Tubize**.

GBL et Hal Trust sont des non-monoholdings, tandis qu'en tant que société mère d'UCB, Tubize relève de la catégorie des monoholdings. L'analyste Michiel Declercq zoome sur l'investment case pour les trois acteurs.



GBL (code ISIN : BE0003797140)

Description des activités

GBL est la plus grande société d'investissement de Belgique, dont le portefeuille pèse quelque **18 milliards d'euros**. GBL investit aussi bien dans des entreprises cotées que non cotées en Bourse.

Les **participations cotées** représentent **83%** de l'ensemble du portefeuille. Depuis 2012, GBL a subi une **transformation stratégique**, durant laquelle les grandes participations dans Total, GDF Suez et Lafarge ont fait place progressivement à des entreprises davantage axées sur le consommateur et recelant un potentiel de croissance plus élevé (adidas, Ontex). GBL a vu ses revenus de liquidités augmenter continuellement depuis la mise en œuvre de sa nouvelle stratégie.

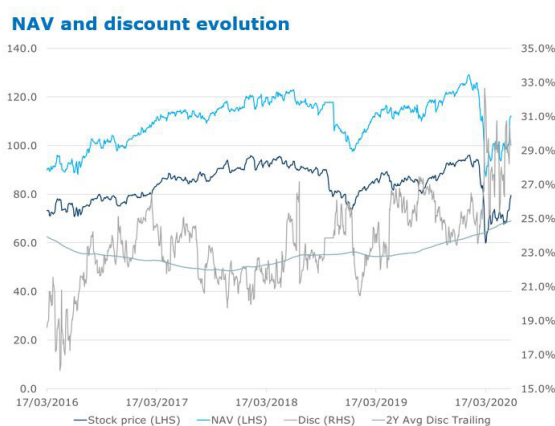
Le pôle private equity **Sienna Capital** reflète **11%** du portefeuille.

Investment case de KBCS

- S'il est vrai que quelque 80% de la valeur du portefeuille de GBL sont toujours déterminés par six entreprises, la holding n'en a pas moins subi une importante **transformation** ces huit dernières années. GBL continue de miser sur la **diversification** de son portefeuille et a indiqué récemment être intéressé par les secteurs de l'alimentation, de la santé et de la technologie.
- La part du **private equity** dans le portefeuille (Sienna Capital) est de plus en **plus importante**. En 2019, GBL a en outre pris une participation majoritaire dans la société privée Webhelp.
- GBL affiche un **profil de liquidité robuste de 3 milliards d'euros**. La position financière des participations sous-jacentes est saine également et

permettra aux entreprises en portefeuille de procéder à des **acquisitions stratégiques** dans le marché actuel.

- Solides performances passées, avec un Total Shareholder Return, ou **TSR de 8%** depuis 2012 (contre 6% pour le Stoxx Europe50). Le **dividende augmente** aussi continuellement chaque année.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle à **110 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 29%** par rapport à la moyenne à deux ans de 25%. L'analyste Michiel Declercq juge la **décote actuelle trop élevée**, compte tenu des efforts de diversification du portefeuille, de l'augmentation de la part de private equity, des solides performances passées et de l'historique en termes de dividende. Par ailleurs, la holding au-dessus de GBL, **Pargesa, sortira bientôt de la Bourse**. Cette sortie fera augmenter la free float (le nombre d'actions librement négociables, NDLR) à 69% et rendra l'action **plus attrayante** aux yeux des investisseurs (internationaux).
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 77 euros** et émet la **recommandation « Acheter »**.



Hal Trust (code ISIN : BMG455841020)

Description des activités

Hal Trust est une société d'investissement néerlandaise à la tête d'un portefeuille de quelque **12 milliards d'euros**.

La holding est composée de plusieurs **sociétés cotées en Bourse** comme GrandVision, Vopak, Boskalis et SBM Offshore, qui représentent au total environ **70% de la VAN**.

Hal prend également des participations dans des **sociétés privées**, dont la plus connue est l'acteur d'e-commerce Coolblue.

Il tente de suivre une **stratégie 'Buy and Build'**. Il entend ainsi faire croître les entreprises de son portefeuille par le biais d'acquisitions stratégiques.

Investment case de KBCS

- Durant l'été 2019, le fabricant de lunettes EssilorLuxottica a lancé une **offre de rachat sur GrandVision** (35% de la VAN de Hal) au prix de **28 euros par action**. Le rachat est en train d'être étudié par les **autorités européennes de la concurrence**. Malgré les lockdowns décrétés aux quatre coins du monde, plusieurs sources au sein de l'entreprise ont confirmé qu'EssilorLuxottica est toujours derrière la reprise. Le prix n'est pas renégocié pour l'instant mais une révision pourrait être nécessaire si l'activité économique ne se reprend pas rapidement.
- En cas de succès, la vente de GrandVision permettrait à Hal Trust d'empocher 5,5 milliards d'euros. Sa **position de trésorerie** nette grimperait ainsi à quelque 6,7 milliards d'euros. Hal affiche une valeur de marché de 10,6 milliards d'euros.
- La société de stockage de pétrole **Vopak** (23% de la VAN) ne **pâtit guère** de la crise actuelle étant donné qu'elle profite d'une suroffre sur le marché du pétrole. Les revenus sont de surcroît stables grâce aux contrats à long terme. Le **marché de l'e-commerce** (Coolblue) tient aussi la forme pour l'instant.
- Le **dividende** se monte à 5,80 euros, dont 50% en actions.
- KBCS estime la VAN actuelle à 161 euros par action, ce qui revient à une **décote de 19%** par rapport à la moyenne à deux ans de 10%. L'analyste Michiel Declercq juge cette **décote trop élevée** pour une holding qui pourrait consister en liquidités à plus de 60%. En outre, des entreprises telles que **Vopak** et **Coolblue** ne ressentent qu'un **impact limité, voire positif** de la crise du coronavirus. Si le **deal EssilorLuxottica devait échouer**, KBCS s'attend à une forte **pression sur le cours** de GrandVision et, partant, de Hal Trust également.
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 145 euros** et émet la **recommandation « Acheter »**.



Tubize (code ISIN : BE0003823409)

Description des activités

Tubize est la holding par laquelle la **famille Janssen** exerce le contrôle de fait sur **UCB**. La famille détient un peu plus de 50% des actions Tubize en circulation et possède une **participation de quelque 35,71%** dans UCB.

Investment case of KBCS

- L'action Tubize est une **manière bon marché d'acheter UCB**. Les entreprises pharmaceutiques peuvent servir de **réserve défensive** dans le **marché volatil** actuel.
- **Solide décote** de plus de 40% en moyenne.
- **Faible rendement de dividende** par rapport à UCB.
- KBCS estime la valeur intrinsèque de Tubize à 136 euros par action actuellement, ce qui revient à une **décote de 46,8%** par rapport à la moyenne à deux ans de 42,6%. C'est **trop élevé** par rapport à la moyenne pour les monoholdings (22,4% sur deux ans). Une nouvelle **réduction de la dette** pourrait faire en sorte que Tubize soit exempte de dette d'ici mi-2021. Le surplus de liquidités pourrait alors être utilisé pour **augmenter le dividende** ou **racheter des actions propres**. KBCS estime une décote moins élevée justifiée dans les deux cas. Une autre option consisterait à racheter des actions supplémentaires d'UCB, avec de nouvelles dettes ou non.
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 120 euros** et émet la **recommandation « Acheter »**.



Autres actions de holding

Pour terminer, nous passons aussi en revue les autres actions de holding suivies par KBCS. Il s'agit, par ordre alphabétique, d'Ackermans & van Haaren, Brederode, Bois Sauvage, Gimv, Heineken Holding, Quest for Growth, Sofina et Solvac.



Ackermans & van Haaren (code ISIN : BE0003764785)

Description des activités

Ackermans & van Haaren (AvH) est un groupe d'investissement basé à Anvers, fort d'un portefeuille de quelque **3,6 milliards d'euros**. AvH est actif dans **cinq segments**:

- Marine Engineering & Infrastructure (p. ex. CFE)
- Private Banking (Banque Delen & Banque van Breda)
- Immobilier & services auxiliaires (p. ex. Leasinvest RE, Extensa)
- Énergie & Matériaux (p. ex. Sipef)
- Capital de croissance (p. ex. Euro Media Group)

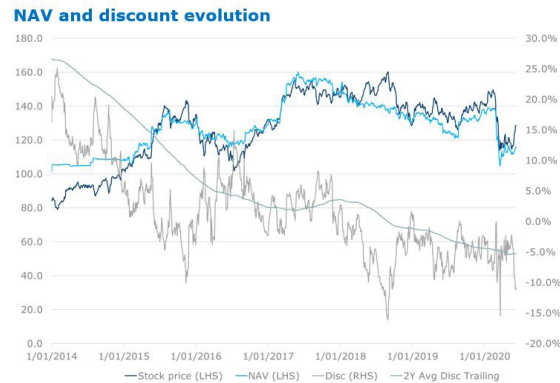
AvH fait partie des indices Bel20, Private Equity NXT et European DJ Stoxx 600.

Investment case de KBCS

- Bien qu'AvH possède un **portefeuille diversifié** et qu'il soit actif dans cinq secteurs, la majeure partie de sa valeur est concentrée dans les **divisions maritime et bancaire**, qui représentent toutes deux plus de **65% de la valeur sous-jacente**.
- KBCS entrevoit actuellement 11% **de potentiel de hausse pour CFE** (61% du portefeuille d'AvH), mais il a abaissé récemment son objectif de cours en raison de l'impact croissant de la pandémie de COVID-19. La baisse des prix pétroliers pourrait mettre les marges au sein de l'industrie éolienne offshore sous pression, tandis qu'un ralentissement de l'économie mondiale aura des répercussions sur le carnet de commandes.
- **Private Bank Delen** et la **Banque Van Breda** (79% d'AvH) sont des **acteurs de niche** dans leur segment, qui sont principalement tributaires du patrimoine géré. Elles ont bien résisté grâce à la **remontée vigoureuse sur les marchés d'actions**, avec une perte de 6,6% à peine pour la Banque Delen mi-mai.
- AvH **a supprimé le dividende récemment** lorsque les revenus de dividende des divisions maritime et bancaire se sont évaporés.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** d'AvH à **116 euros** par action actuellement, ce qui revient à une **prime de 8%** par rapport à la moyenne à deux ans de 5%. Compte tenu de l'exposition relativement élevée à la pandémie de COVID-19 et de la prime supérieure à la moyenne, l'analyste Michiel Declercq estime que l'action affiche actuellement une **valorisation**

correcte.

- KBCS fixe l'**objectif de cours à 131 euros** et émet la **recommandation « Conserver »**.



Brederode (code ISIN : LU1068091351)

Description des activités

Brederode est un investisseur international en capital à risque doté d'un portefeuille très diversifié de quelque **2,2 milliards d'euros**, proportionnellement réparti entre participations cotées en Bourse et private equity:

- Le portefeuille comprend une vingtaine de **participations cotées (46%)** dans différents secteurs et pays, avec des noms célèbres tels que Novartis, Sanofi, Samsung, Intel, Mastercard, Shell, Sofina, Unilever, Nestlé, 3M, etc.
- **Private Equity (54%):** Brederode conclut aussi des engagements avec des 'limited partners', principalement axés sur une stratégie de buy-out, et situés aux États-Unis (61%), en Europe (30%) et en Asie/Australie (9%).

Investment case de KBCS

- Le **portefeuille idéalement diversifié** de Brederode lui a permis de tenir le coup durant la récente **correction boursière**. Des secteurs tels que la **Santé** et la **Technologie** sont parvenus à **compenser** partiellement les baisses de cours plus prononcées dans les secteurs plus cycliques (pétrole, industrie). Compte tenu de son **caractère international**, Brederode a également profité de la reprise plus rapide aux États-Unis. Fin mars, la baisse de valeur des participations en private equity était estimée à 9% seulement.
- Ces dix dernières années, Brederode a vu la valeur intrinsèque (VAN) et le dividende augmenter chaque année.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle à **77 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 6%**. À titre de comparaison: ces deux dernières années, la décote moyenne s'élevait à 16,6%, et elle était même de 22,2%

sur les cinq dernières années. Le portefeuille étant en grande partie composé de participations cotées en Bourse, KBCS juge la **décote actuelle relativement faible**.

- KBCS fixe l'**objectif de cours à 65 euros** et émet la **recommandation « Conserver »**.



Bois Sauvage (code ISIN : BE0003592038)

Description des activités

Bois Sauvage gère un portefeuille de quelque **846 millions d'euros**. Il détient des participations dans des entreprises aussi bien cotées que non cotées. Il investit aussi en immobilier, dans une mesure restreinte.

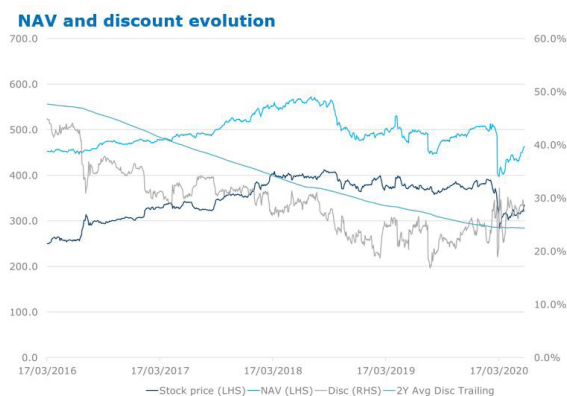
- **Entreprises privées:** United Belgian Chocolate Makers (connu notamment pour la marque de chocolat Neuhaus), Berenberg Bank, Noël Group
- **Entreprises cotées:** Umicore, Recticel
- **Immobilier:** principalement en Europe

Investment case de KBCS

- **UBCM draine 45% de la valeur sous-jacente.** La société au-dessus de Neuhaus et Jeff de Bruges a été **sévèrement touchée par la crise** et a été contrainte de fermer ses boutiques. Elle avait déjà dû digérer une **forte contraction du chiffre d'affaires** à l'approche de **Pâques**. En outre, la vente de chocolat dépend en partie du **tourisme** avec, notamment, la vente dans les **aéroports**.
- Les **participations cotées en Bourse** du portefeuille de Bois Sauvage **résistent bien** pour l'instant. Un salut dû en partie à la vente de la division Automotive Interiors de Recticel et de la participation de 50% dans Eurofoam début avril.
- KBCS estime la **VAN** actuelle à **460 euros** par action, ce qui revient à une **décote de près de 30%**. (versus 25% pour la moyenne à deux ans et 32% pour la moyenne à cinq ans). L'analyste Michiel Declercq juge la **décote**

correcte actuellement étant donné l'impact actuel sur UBCM, l'activité d'investissement limitée et le peu de transparence de la holding.

- KBCS fixe l'**objectif de cours à 350 euros** et émet la **recommandation Conserver**.



Gimv

Gimv (code ISIN : BE0003699130)

Description des activités

Gimv est une société d'investissement anversoise à la tête d'un portefeuille de quelque **1 milliard d'euros**. Elle se concentre principalement sur **la Belgique, la France, les Pays-Bas et les pays DACH** (Allemagne, Autriche, Suisse).

Gimv regroupe ses investissements sous **quatre piliers**, qui doivent surfer sur des tendances sociales intéressantes:

- Consommateur connecté
- Santé
- Industrie intelligente
- Villes durables

Gimv possède une **portefeuille jeune**, dont 80% ont été investis après 2016. La stratégie choisie est de type '**Buy and Build**'.

Investment case de KBCS

- Traditionnellement, Gimv publie ses **résultats annuels** fin mars (exercice décalé 2019/2020). S'il est vrai que la holding a publié des **chiffres robustes**, avec une croissance moyenne du chiffre d'affaires au sein des entreprises du portefeuille de 12%, et une progression de l'EBITDA de 9%, le groupe a enregistré une **importante moins-value** sur ses investissements en raison de la **baisse des multiples boursiers fin mars**. La **valeur sous-jacente a de ce fait reflué de 52 à 43,5 par action**.
- Les **conséquences de la pandémie de COVID-19** étaient peu nombreuses,

voire positives pour 30 à 35% des 53 entreprises du portefeuille de Gimv, tandis que 15% ont subi un impact plus marqué. Les dégâts sont restés limités pour les 50 autres pour cent.

- Gimv continue de rajeunir son portefeuille et a consenti **205 millions d'euros de nouveaux investissements** durant l'exercice décalé 2019-2020.
- Suite à l'émission récente d'obligations, Gimv détient une **position de trésorerie nette vigoureuse de 350 millions d'euros**. L'entreprise dispose par ailleurs de 200 millions d'euros dans des lignes de crédit non utilisées.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle à **44,1 euros** par action, ce qui revient à une **prime de 17%**, soit nettement plus que la moyenne à deux ans de 3,7%. Ces chiffres peuvent néanmoins donner une image faussée. Il faut savoir que la VAN a été calculée sur des multiples de valorisation fin mars. S'il est vrai que le management n'avait pas encore observé de modifications majeures mi-mai, les **marchés se sont notablement redressés ces dernières semaines**. Gimv se montre par ailleurs **conservateur** dans le calcul de la valeur sous-jacente; il applique ainsi une décote de 25%. Si nous nous retournons sur ces dix dernières années, nous constatons que Gimv a également enregistré une plus-value de plus de 40% lors de la vente de positions.
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 55 euros** et émet la **recommandation « Conserver »**.



Heineken Holding N.V.

Heineken Holding (code ISIN : NL0000008977)

Description des activités

Heineken Holding est le **groupe au-dessus du brasseur Heineken**. La holding se profile comme manager et organe de contrôle du management de Heineken **depuis 1952**. Heineken Holding assure la **stabilité** nécessaire pour réaliser les objectifs à long terme de Heineken et, avec une participation de 50%, il est l'actionnaire majoritaire de Heineken SA.

Investment case de KBCS

- Heineken Holding donne accès à 12% de potentiel de hausse pour Heineken.
- La holding n'affiche **aucune dette** et distribue tous ses **dividendes**.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle à **85,4 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 8,9%**. La décote actuelle semble justifiée aux yeux de l'analyste Michiel Declercq dans la mesure où elle correspond à la moyenne historique (deux ans: 6%, 5 ans 7,2%)
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 92 euros** et émet la « **recommandation** « **Conserver** ».



Quest for Growth (code ISIN : BE0003730448)

Description des activités

Quest for Growth (QfG) est une société d'investissement à la tête d'un portefeuille de quelque **116 millions d'euros**. Le groupe se concentre sur des **entreprises de croissance** cotées et non cotées, son objectif étant de convertir les plus-values réalisées en revenus exonérés par le biais de la structure Pricaf.

Investment case de KBCS

- QfG possède un portefeuille bien diversifié composé d'un large éventail de **participations cotées en Bourse (63% de la VAN)**. Ce portefeuille est relativement **dynamique**. QfG réduit régulièrement des positions et en ajoute de nouvelles. Ces derniers mois, QfG a pris de nouvelles participations, notamment dans LPKF, Varta, Kerry Group et Tubize.
- QfG a clôturé l'exercice 2019 sur un bénéfice de 16,7 millions d'euros mais cette performance n'a pas suffi pour compenser la perte de 2018 (-26,9 millions d'euros). Puisque la holding doit gommer la perte des années précédentes avant de pouvoir verser un dividende, **aucun dividende** n'est prévu pour cette année.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle à **7,4 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 31,3%** (contre une moyenne à deux ans de

23%). La valeur sous-jacente a baissé de 9% depuis fin 2019 (8,12 euros). Comme QfG doit d'abord compenser les pertes des années précédentes et que l'incertitude règne sur les marchés financiers actuellement, les investisseurs estiment qu'il est peu probable qu'un dividende soit versé pour 2021. L'analyste Michiel Declercq juge néanmoins la **décote actuelle exagérée**. QfG possède un portefeuille liquide et a réalisé d'excellents résultats ces dernières années. Même avec une baisse de valeur de 9%, l'entreprise surclasse l'Eurostoxx50 (-11%) cette année.

- KBCS fixe l'**objectif de cours à 5,9 euros** et émet la **recommandation** « Accumuler ».

NAV and discount evolution



SOFINA

Sofina (code ISIN : BE0003717312)

Description des activités

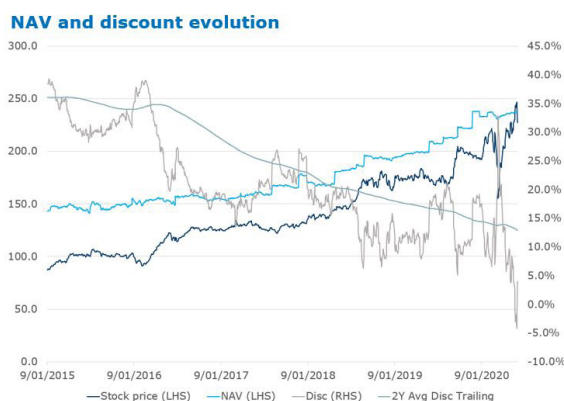
Sofina est la holding clé de la **famille Boël**. KBCS estime la valeur actuelle du **portefeuille** à quelque **7,6 milliards d'euros**. La holding affiche un caractère **extrêmement diversifié et défensif** et se concentre sur les activités stratégiques suivantes:

- **Participations minoritaires** pour le **long terme** dans des entreprises aussi bien privées que cotées en Bourse (Colruyt, Danone, Biomérieux, etc.), et principalement situées en Europe.
- **Partenariats** avec des **fonds de Venture Capital**
- **Sofina Growth**: Sofina joue ici le rôle de venture capitalist en investissant dans des entreprises à croissance rapide. L'accent porte surtout sur l'Asie et les États-Unis.

En ce qui concerne les activités stratégiques, le groupe se focalise sur quatre segments à potentiel de croissance à long terme: **consommation, enseignement, santé et digitalisation**.

Investment case de KBCS

- Ces derniers mois, Sofina a clairement révélé son **caractère défensif**. Les participations cotées s'avèrent même légèrement positives depuis le début de cette année.
- Sofina possède de **solides connexions dans le monde du capital-risque**. L'entreprise investit ainsi souvent avec **Sequoia Capital** (connu pour ses investissements dans Whatsapp, Google, eBay et Skype notamment).
- Ses solides relations ont permis à Sofina d'investir tôt dans l'indienne **Flipkart**. Lors de la **vente à Wal-Mart** en 2018, la holding a reçu pas moins de **huit fois l'investissement initial**. Avec **Byju's**, Sofina semble en bonne voie pour développer un **deuxième 'blockbuster'**. La holding est entrée dans l'application d'apprentissage en ligne indienne lorsque l'entreprise pesait à peine 470 millions de dollars. Sur la base d'un prochain tour de financement, la valeur serait estimée à 10 milliards de dollars. Byju's profite des conditions actuelles et a vu le nombre d'utilisateurs augmenter de 42% en mars/avril. Fin 2019, Sofina détenait une participation de 8,6% dans l'entreprise.
- KBCS estime la valeur intrinsèque actuelle à **236 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 1%**. C'est nettement moins que la moyenne à deux ans de 13%. L'analyste Michiel Declercq juge toutefois cette notation **correcte** compte tenu des solides performances passées de la holding, avec un rendement moyen de 9,3% par an ces quinze dernières années. KBCS accorde en outre toute sa **confiance dans le management**, qui a déjà démontré à plusieurs reprises qu'il pouvait identifier les **tendances de demain**.
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 190 euros** et émet la **recommandation « Conserver »**.



Solvac

Solvac (code ISIN: BE0003545531)

Description des activités

La holding Solvac a été créée en **1983** et détient une **participation de 30,7% dans Solvay**. Le conseil d'administration a le droit de refuser l'autorisation d'acquérir des

actions Solvac aux investisseurs institutionnels, un droit qui est d'ailleurs exercé réellement dans la pratique.

Depuis sa constitution, la **politique** de Solvac consiste à **verser la quasi-totalité du bénéfice net courant annuel disponible, à savoir les dividendes perçus de Solvay**.

Investment case de KBCS

- Solvac donne accès à **30% de potentiel de hausse pour Solvay**.
- Compte tenu de **l'endettement limité**, Solvac offre un **rendement de dividende plus élevé** que Solvay.
- Le Conseil d'administration a décidé de soutenir le **Solvay Solidarity Fund**. Il contactera néanmoins tous les actionnaires individuellement. Une participation dans le fonds de solidarité (créé afin de soutenir les travailleurs de Solvay pouvant être touchés par la pandémie de COVID-19, NDLR), pourrait faire **baissier le dividende** pour **août de 3,26 à 2,12 euros**, tandis qu'un deuxième dividende intérimaire de 2,18 euros est attendu pour décembre.
- KBCS estime la **valeur intrinsèque** actuelle de Solvac à **113,8 euros** par action, ce qui revient à une **décote de 17%** (contre une moyenne à deux ans de 14,4%).
- KBCS fixe l'**objectif de cours à 123 euros** et émet la **recommandation** « Accumuler ».



Aperçu des actions holding de l'univers KBCS

Le tableau ci-dessous donne un aperçu de **quelques chiffres clés** pour les actions holdings suivies par KBC Securities.

Par exemple, vous pouvez voir que la décôte moyenne au moment de la publication du document de recherche de KBCS (10 juin 2020) s'élevait à 14,4 %, avec une moyenne de 24,3 % pour les monoholdings et 8,8 % pour les non-monoholdings.

Bien que le rendement moyen depuis le début de cette année soit négatif de 7,9 %, les holdings continuent de dépasser l'indice n100 de 5,2 %.

Dans les dernières colonnes du tableau, vous trouverez quelques mesures importantes telles que la capitalisation boursière, volume, bêta, rendement des dividendes, position nette de trésorerie (% VNI) et intérêts cotés (% VNI).

Holdings	Recommendation				Valuation		Discount			Performance			Characteristics					
	Rating	Upside potential	Target price	Last Price	TEV	NAV	Impl. Disc. TP To TEV	Current Discount	2Y Avg Discount	YTD Abs. Perf.	YTD Rel. Perf. (1)	10Y TSR p.a. (2)	Market cap (€)	Daily value (€m) (3)	Beta	KBCSE Div. yield	Net cash (%NAV)	Listed (%NAV)
Ackermans	HOLD	4.7%	131.0	125.1	122.0	115.6	-7.4%	-8.2%	-5.3%	-10.5%	2.6%	11.8%	4.190.5	5.27	0.74	0.0%	5.6%	36.8%
Bois Sauvage	HOLD	7.7%	350.0	325.0	466.9	460.7	25.0%	29.5%	24.4%	-15.6%	-2.5%	12.5%	545.1	0.16	0.58	2.4%	-9.5%	41.0%
Brederode	HOLD	-9.7%	65.0	72.0	80.1	77.0	18.8%	6.5%	16.6%	-2.0%	11.0%	18.3%	2.110.0	0.55	0.69	1.3%	-3.6%	47.3%
D'leteren	BUY	14.0%	61.0	53.5	82.3	82.3	25.8%	35.0%	N.A.	-14.5%	-1.5%	7.3%	2.958.7	6.17	0.75	2.1%	21.6%	0.0%
GBL	BUY	-2.1%	77.0	78.7	109.2	110.5	29.5%	28.8%	24.9%	-16.3%	-3.2%	6.2%	12.692.4	25.26	0.95	4.1%	-5.0%	87.7%
Gimv	HOLD	6.2%	55.0	51.8	44.2	44.1	-24.4%	-17.4%	-3.8%	-5.5%	7.6%	9.9%	1.317.1	1.00	0.59	4.8%	10.5%	4.5%
HAL Trust	BUY	11.0%	145.0	130.6	175.9	161.2	17.6%	19.0%	9.7%	-9.3%	3.7%	8.1%	10.898.4	1.77	0.72	4.4%	9.3%	70.4%
Heineken Hold.	HOLD	18.5%	92.0	77.7	95.0	85.4	3.2%	9.1%	6.0%	-10.1%	2.9%	11.6%	22.365.5	16.12	0.88	2.2%	0.0%	100.0%
KBC Ancora	N.A.	N.A.	N.A.	32.4	N.A.	49.6	N.A.	34.6%	26.6%	-27.5%	-14.5%	9.0%	2.540.1	3.06	1.08	0.0%	-6.8%	106.8%
QfG	ACC.	16.1%	5.9	5.1	7.5	7.4	21.2%	31.3%	22.7%	-13.9%	-0.9%	8.2%	85.2	0.06	0.71	0.0%	6.3%	62.7%
Sofina	HOLD	-18.8%	190.0	234.0	224.4	236.6	15.3%	1.1%	12.8%	21.5%	34.5%	16.8%	8.014.5	33.76	0.68	1.2%	4.5%	14.0%
Solvac	ACC.	30.3%	123.0	94.4	148.8	113.8	17.3%	17.1%	14.4%	-20.7%	-7.6%	6.0%	2.017.8	0.11	0.80	5.8%	-2.9%	102.9%
Tinc	HOLD	4.5%	14.0	13.4	12.7	12.0	-9.9%	-11.3%	-5.4%	0.4%	13.4%	0.0%	487.3	0.16	0.56	3.8%	27.4%	0.0%
Tubize	BUY	27.1%	92.0	72.4	144.6	136.0	36.4%	46.8%	42.6%	14.0%	27.1%	13.7%	3.222.7	0.93	0.76	0.9%	-0.5%	100.5%
Average		8.4%					13.0%	14.4%	14.3%	-7.9%	5.2%	10.7%	5.246.1	6.7	0.75	2.4%	4.1%	55.3%
Non-mono*		3.4%					9.5%	8.8%	10.7%	-6.6%	6.5%	11.0%	4.329.9	7.42	0.70	2.4%	6.7%	36.4%
Mono		25.3%					19.0%	24.3%	22.4%	-11.1%	2.0%	10.1%	7.536.5	5.06	0.88	2.2%	-2.6%	102.6%

* Discount Excluding D'leteren

(1) Compared to the n100 Index, who has a YTD performance of -13%

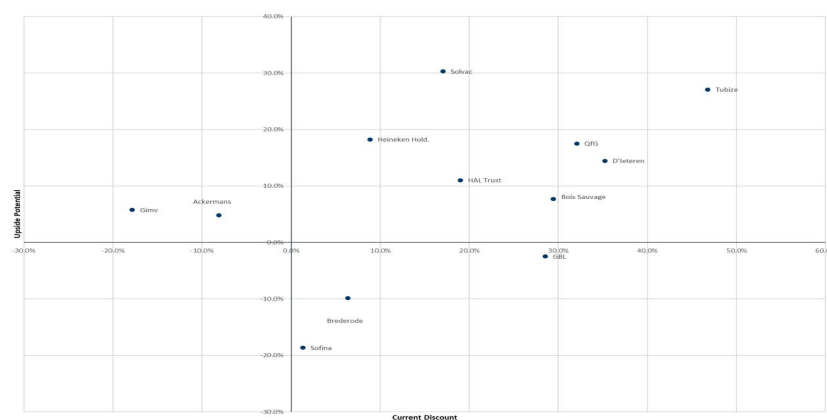
(2) Annualised TSR with dividends reinvested in security. This compares to a TSR of 8.3% for the N100 Index.

(3) 20d daily average value traded, based on EU composite.

Sur le graphique ci-dessous, nous **comparons** la **décote** actuelle (axe des x) avec le **potentiel haussier** et l'objectif de cours KBCS (axe des y).

Discount vs upside potential – KBCS Holding Universe

This document has not been produced by KBC Securities LLC.



Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site www.kbcam.be/actions et aux « Disclosures » consultables sur le site www.kbcsecurities.com/disclosures. En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur www.kbcsecurities.be/disclosures.

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.