

Analyse Fondamentale

Vendredi 15 septembre 2023 | 16h30



Sofina (200,00 EUR)

Acheter

(Précédent : Acheter – 02/09/2022)

Objectif de cours	326 EUR
Potentiel de hausse	+63%
Profil de risque	Elevé
Pays	Belgique
Secteur	Holding
Symbole ISIN	SOF BE0003717312
Marché	Euronext Bruxelles
Capitalisation	6,85 Md EUR
Cours/Bénéfices	N/A
Cours/Actif Net	0,74x
Rendement	1,6%

Profil

Sofina est une société de portefeuille belge. Au 30 juin 2023, le portefeuille de 9 milliards d'euros se répartissait comme suit :

- Sofina Direct : prise de participations minoritaires dans des sociétés privées et cotées (53%) ;

- Sofina Private Funds : investissements dans des fonds de capital-risque et de capital développement (47%).

La répartition géographique du portefeuille en valeur est la suivante : Europe de l'Ouest (36%), Amérique du Nord (35%) et Asie (29%).

Sofina mérite une seconde chance

Cours de l'action divisé par deux

2022 a été une année noire. La hausse des taux d'intérêt a pénalisé les entreprises de croissance dans lesquelles Sofina investit. Non seulement les coûts de financement ont augmenté, mais le marché boursier est devenu beaucoup plus impatient. Aujourd'hui, l'argent doit rapporter immédiatement. Les investisseurs ne sont donc plus disposés à investir d'importantes sommes dans des entreprises qui ne deviendront des machines à profit qu'après des années d'accompagnement. Sofina valait deux fois plus début 2022 par rapport à aujourd'hui. Entre-temps, les pires souffrances ont peut-être été endurées. Selon le bureau d'études Kepler Cheuvreux, le moment serait venu de réinvestir, car le titre pourrait reprendre de la hauteur une fois que les taux d'intérêt se seront stabilisés. Nous ajoutons que Sofina est actuellement cotée avec une décote de 28% par rapport à sa valeur nette d'inventaire. Cette décote est supérieure à la moyenne des cinq (8%) et dix (18%) dernières années.

Bye bye Byju's

La société holding peut être divisée en deux parties. Sous 'Sofina Direct' (53% du portefeuille total) se trouvent toutes sortes de participations minoritaires dans des scale ups et des entreprises matures. Les très jeunes entreprises, les startups qui doivent encore faire leurs preuves, se trouvent plutôt dans les fonds d'investissement privés dans lesquels Sofina investit sous le nom de 'Sofina Private Funds' (47%). Sequoia Capital, fonds d'investissement légendaire de la Silicon Valley, investit parfois déjà dans des « entreprises qui ne sont encore qu'une idée », selon son site web. Outre Sequoia, Sofina investit dans 495 autres fonds.

Sur le plan géographique, les actifs se répartissent équitablement entre l'Europe (36%), l'Amérique du Nord (35%) et l'Asie (29%). L'Amérique du Nord est de loin la région la plus importante pour Sofina Private Funds, mais elle ne présente que peu d'intérêt pour Sofina Direct. Sofina préfère donc confier à des tiers la recherche d'entreprises américaines prometteuses. Logique, puisque l'équipe de Sofina est répartie sur trois sites en Europe et en Asie : Bruxelles, Luxembourg et Singapour.

La plupart des participations de Sofina ne sont pas cotées en bourse (87%). Les dix premières entreprises du portefeuille représentent ensemble 27% du portefeuille d'investissement total. Il est intéressant de noter que Byju's a disparu du top 10. Fin 2021, le spécialiste des logiciels éducatifs était encore la participation la plus importante. Six mois plus tard, il est passé à la deuxième place, encore six mois plus tard à la quatrième et aujourd'hui, il a complètement disparu du top 10. L'entreprise technologique basée à Bangalore en Inde a été accusée de pratiquer des techniques de vente agressives et d'offrir

un service de mauvaise qualité. Les parents s'endetteraient lourdement pour acheter des tablettes, des cartes mémoire et des cours en ligne qu'ils ne peuvent pas s'offrir. Aujourd'hui, Byju's serait confrontée à des problèmes de paiement auprès de ses fournisseurs. Ce revers a été largement relayé par la presse, mais l'impact sur le portefeuille de Sofina a toujours été limité. Le 19 mai 2022, Kepler Cheuvreux estimait que, même à son apogée (fin 2021), Byju's ne représentait qu'une fraction du portefeuille (moins de 6%). Tom Simonts, économiste à KBC, a parlé d'« environ 10% » lors d'une interview sur Kanaal Z.

Les coûts sont bien maîtrisés

Enfin, nous rappelons ici le principal argument de vente des sociétés holding : elles permettent d'acquérir un portefeuille complet en une seule fois. Pour les petits investisseurs en particulier, il peut être coûteux de se constituer un portefeuille par ses propres moyens, car les frais de transaction s'accumulent rapidement et, dans le cas des fonds communs de placement, il faut lire attentivement les petits caractères (frais de gestion, frais d'entrée, frais de sortie, etc.). Si l'on additionne les charges d'intérêts, les frais de personnel et les autres frais opérationnels de Sofina et qu'on les compare à la valeur du portefeuille en début d'année, on obtient un ratio de dépenses de 0,56% (moyenne des quatre années entre 2019 et 2022). Par rapport à un fonds d'investissement classique, Sofina obtient donc un excellent score, surtout si l'on sait qu'investir dans le private equity est beaucoup plus intensif (siéger au conseil d'administration) et requiert plus d'expertise (vérification diligente, entretenir des relations avec des fonds d'investissement du monde entier, etc). Chez Gimv et Quest for Growth, deux autres holdings ayant un penchant pour les actifs non cotés, ce pourcentage de coût est respectivement de 3,63% et de 1,40%. Nous notons que les gestionnaires de Quest for Growth reçoivent un bonus sous la forme d'un dividende préférentiel après une année exceptionnellement bonne. Il y a eu une telle prime au cours des quatre dernières années. En corrigeant cela, le ratio de dépenses de Quest for Growth passe à 1,72%. Les frais sont plus élevés chez Gimv parce que ce holding est plus endetté et n'investit que directement dans des entreprises (il ne participe pas à des fonds d'investissement tiers) et parce que la rotation de son portefeuille est très élevée. Un échantillon de 68 sorties entre 2014 et 2023 montre que Gimv vend les entreprises de son portefeuille après seulement six ans en moyenne.

Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 326 EUR.

Bram Vanhevel
Analyste Financier

Avertissement

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources réputées fiables et sélectionnées avec soin.

Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact, fiable ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins, ses objectifs d'investissement et de son aversion aux risques. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

La méthodologie de recommandation poursuivie par Leleux Associated Brokers pour se forger une opinion analytique (valorisation, hypothèses sous-jacentes, modèles, risques) et la liste des recommandations des 12 derniers mois émises par Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'endroit suivant : <https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/INFOS-ANALYSIS?OpenDocument>.

La recommandation sous revue est faite à titre purement ponctuel et Leleux Associated Brokers ne donne aucune garantie quant au suivi de la recommandation dans le temps, de sa fréquence, ou d'une éventuelle mise à jour de celle-ci à la suite d'événements de marché.

De façon générale, l'heure des prix des instruments financiers mentionnés dans la recommandation correspond à l'heure de clôture du marché sur lequel l'instrument est traité (End Of Day), sauf mention expresse et contraire.

Leleux Associated Brokers (www.leleux.be) est une société anonyme de droit belge, inscrite à la banque carrefour des entreprises sous le n° 0426 120 604, dont le siège social est sis à B- 1000 Bruxelles, Rue Royale 97, agréée en tant que Société de Bourse, entreprise d'investissement de droit belge et soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle en Belgique, la FSMA (Financial Services & Market Authority), établie à B- 1000 Bruxelles, rue du Congrès 12-14.

Les Conditions Générales de Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'adresse suivante [https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/\\$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf](https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf), et en particulier la section 27 traitant de la gestion des conflits d'intérêt.

Les analystes qui éditent des recommandations ne sont pas autorisés à détenir les instruments couverts pour compte propre. De même, Leleux Associated Brokers ne détient en aucune manière des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation sous revue, ni ne délivre de prestation de service pour leurs émetteurs.