

# Analyse sectorielle

Lundi 20 janvier 2025 | 11h00

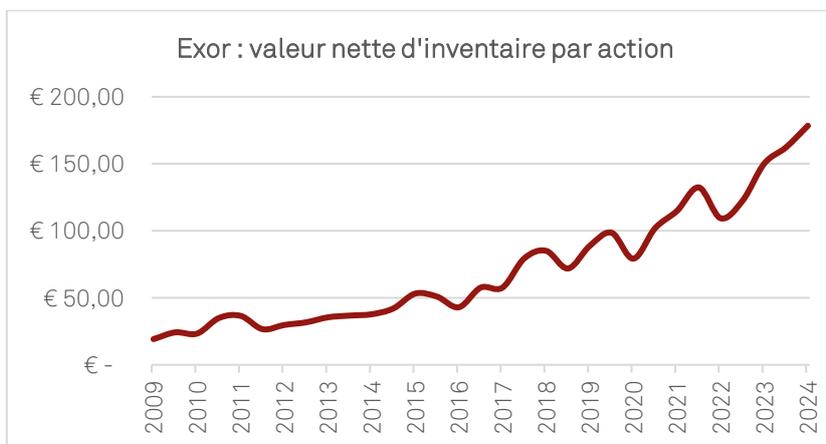


## Secteur : Holdings (Pays-Bas)

### Pour les actions italiennes, américaines et chinoises, il faut être aux Pays-Bas.

Notre pays est un pays de holdings, car la Bourse de Bruxelles en compte un nombre impressionnant : Sofina, GBL, Gimv, Brederode, KBC Ancora, Bois Sauvage, Ackermans & Van Haaren, D'Ieteren, Financière de Tubize, Quest for Growth, Solvac, Tinc et Floridienne. Bien que nous, Belges, ne manquions de rien, nous regardons, dans cette analyse, de l'autre côté de la frontière, et plus précisément à Amsterdam. À présent, nous allons mettre l'accent sur trois valeurs.

En premier lieu, nous pensons à Exor, la société d'investissement de la famille Agnelli. Ces Italiens se sont installés à Amsterdam pour des raisons juridiques. En effet, le droit néerlandais permet aux sociétés cotées en bourse d'émettre des actions assorties de droits de vote supplémentaires pour les investisseurs qui conservent leur participation pendant une période plus longue. Grâce à cette construction, les descendants du fondateur de FIAT, Giovanni Agnelli, peuvent prétendre à près de 90% des droits de vote. Au 30 juin 2024, la société holding avait 43 milliards d'euros d'actifs sous gestion, mais aussi 5 milliards d'euros de dettes. Avec une valeur nette d'inventaire (VNI) de 38 milliards d'euros, elle est l'une des plus importantes d'Europe, deux fois plus importante que GBL (16 milliards d'euros au 30 juin 2024). Exor comprenait alors 80% de sociétés cotées, 7% de sociétés non cotées, 2% d'investissements en capital-risque, 2% de liquidités, 3% d'autres actifs. Les 5% restants sont attribués à Lingotto, une filiale créée en 2023 qui gère des fonds de tiers. L'investissement individuel le plus important est l'action de la star italienne Ferrari (39% des 43 milliards d'euros susmentionnés). Le trio de tête est complété par Stellantis (19%) et Philips (9%). La partie cotée du portefeuille comprend également les machines agricoles de CNH Industrial (8%), l'équipe de football italienne Juventus (1%), le groupe italien Iveco (2%) et la société d'analyse de données Clarivate (1%). Dans la partie non cotée, on trouve, entre autres, l'hebdomadaire britannique The Economist ainsi que Christian Louboutin, connu pour ses chaussures pour femmes à semelle rouge. Le 30 juin dernier, le titre Exor était coté au prix de 97,70 EUR, soit 45% de moins que sa valeur d'actif net par action (178,50 EUR). Selon nos calculs, l'actif net réévalué est aujourd'hui de 179,40 EUR, soit une décote de 49% par rapport au dernier cours de clôture. Depuis son introduction en bourse en août 2022, le holding italien semble se négocier avec une décote de 40% à 50%. La croissance de la VNI a au moins été phénoménale au cours des 15 dernières années, mais la main de fer des Agnelli ne plaît apparemment pas aux autres investisseurs.



Source : Exor

Exor n'est pas la seule société à avoir choisi de s'inscrire à la bourse d'Amsterdam malgré ses racines étrangères. La société américaine Pershing Square Holdings y est également cotée en dollars pour le moment. La force motrice de ce véhicule d'investissement est William - « Bill » pour les intimes - Ackman. Bill a gagné ses galons lors de la crise bancaire de 2008 et a été l'un des premiers à sentir que quelque chose n'allait pas. Aujourd'hui, il dit se concentrer sur les grandes entreprises nord-américaines « de qualité qui génèrent des flux de trésorerie prévisibles et récurrents ». En ce sens, Pershing Square ressemble un peu à Berkshire Hathaway, le principal holding américain de Warren Buffett. Il existe toutefois deux différences notables. Tout d'abord, Berkshire Hathaway comprend des dizaines de participations, tandis que Pershing Square investit dans moins de 15 entreprises. En outre, Bill recherche un à trois nouveaux candidats chaque année pour investir, alors qu'il n'y a pratiquement pas de rotation dans le portefeuille de Warren.

Il y a un an, Pershing Square comptait 10 participations, à savoir Howard Hughes Holdings (promoteur immobilier), Universal Music Group (maison de disques), Chipotle (chaîne de restauration rapide), Hilton (chaîne d'hôtels), Alphabet (société mère de Google et Youtube), Restaurant Brands International (compagnie au-dessus de Burger King), Canadian Pacific (compagnie ferroviaire), Freddie Mac et Fannie Mae (deux sociétés qui achètent des prêts hypothécaires aux banques et les reconditionnent sous forme de titres négociables) et Pershing Square SPARC Holdings (une holding fictive qui espère un jour fusionner avec une société existante). Toutes ces entreprises font toujours partie du portefeuille, mais depuis, Bill a également jeté son dévolu sur Nike (vêtements de sport), Brookfield (un gestionnaire d'actifs canadien) et Seaport Entertainment Group. Ce dernier est une entité qui, jusqu'à récemment, faisait partie de Howard Hughes Holding et qui regroupe désormais des sites immobiliers uniques à New York et Las Vegas. Le groupe se concentre sur les restaurants et les boutiques, ainsi que sur les divertissements (le groupe possède par exemple une équipe de baseball et un stade associé). « Nous avons enregistré des pertes nettes dans le passé et nous nous attendons à avoir un flux de trésorerie opérationnel négatif dans un avenir prévisible », peut-on lire dans le

# Analyse sectorielle

Lundi 20 janvier 2025 | 11h00



---

## Secteur : Holdings (Pays-Bas)

---

prospectus déposé par Seaport auprès de l'autorité de régulation américaine le 13 septembre 2024. Nous ne comprenons pas pourquoi cette société ferait également partie de la catégorie des « sociétés de qualité dont les flux de trésorerie sont prévisibles et récurrents ». Pershing Square a sous-performé le S&P 500 (+255%, dividendes inclus) sur dix ans. Cela est dû à la fois à une croissance moins spectaculaire de la valeur nette d'inventaire (+175%) et à une augmentation significative de la décote (de 9% à 29%). Au 31 janvier, Pershing Square annulera sa cotation à Amsterdam. À partir de cette date, les transactions se poursuivront à Londres.

Troisièmement, il faut bien sûr mentionner Prosus, un holding d'origine africaine ayant des intérêts importants en Asie. En 2019, la société sud-africaine Naspers a placé cette filiale séparément à la bourse d'Amsterdam. Elle a dû le faire en raison de l'énorme poids de Naspers dans l'indice SWIX (un panier boursier d'actions cotées à Johannesburg). En conséquence, les investisseurs institutionnels ont été régulièrement contraints de vendre pour atténuer le risque de concentration. Si Naspers a pris une telle ampleur, c'est principalement grâce à sa participation dans Tencent. En 2001, elle a pris une participation de 46,50% dans ce géant technologique chinois. Aujourd'hui, Naspers détient toujours 26% de Tencent. Prosus en détient 24% et cette participation représente immédiatement les trois quarts de sa valeur intrinsèque. Investir dans cette entreprise chinoise peut s'avérer très rentable (aucune entreprise ne détient plus de brevets liés à l'intelligence artificielle générative), mais cela nécessite des nerfs d'acier. Récemment, le ministère américain de la défense a modifié sa liste dite « Section 1260H ». Les entreprises susceptibles de coopérer avec l'armée chinoise s'y retrouveront. L'impact de cette modification n'est pas encore clair.

La Belgique est et reste un pays avec de nombreux holdings, mais pour les actions italiennes, américaines et chinoises, Amsterdam est le lieu de référence. En raison de leur caractère international, Exor, Pershing Square et Prosus pourraient être des ajouts intéressants dans un portefeuille.

---

**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

# Analyse sectorielle

Lundi 20 janvier 2025 | 11h00

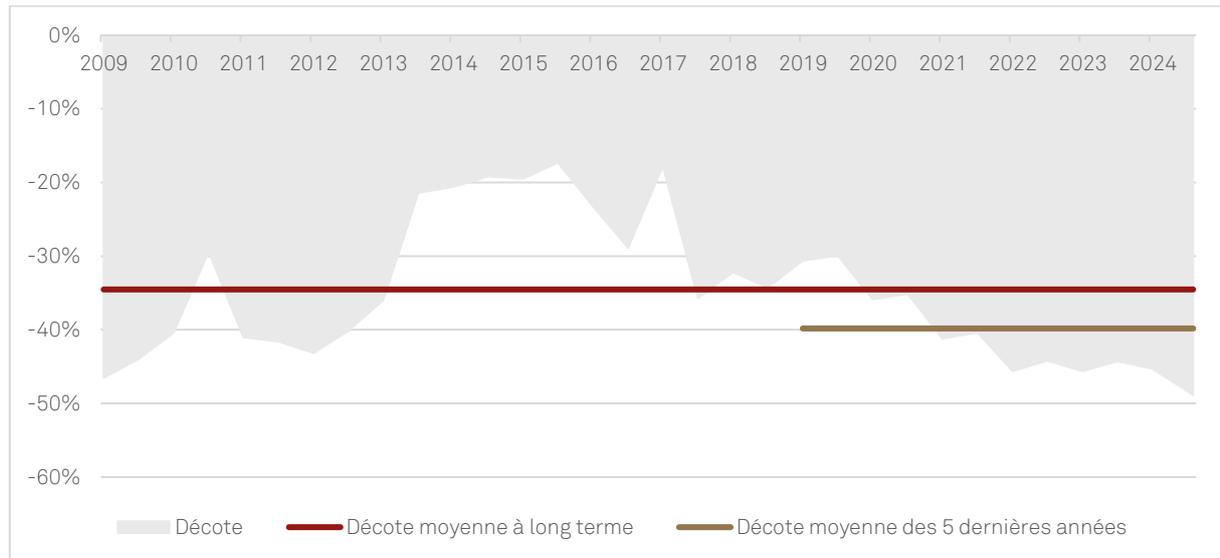
## Secteur : Holdings (Pays-Bas)

### Acteurs principaux

#### EXOR (EXO)

Exor est une société holding diversifiée appartenant à la famille Agnelli. Avec une valeur d'actif net d'environ 38 milliards d'euros, son portefeuille se compose principalement d'entreprises dont Exor est le principal actionnaire.

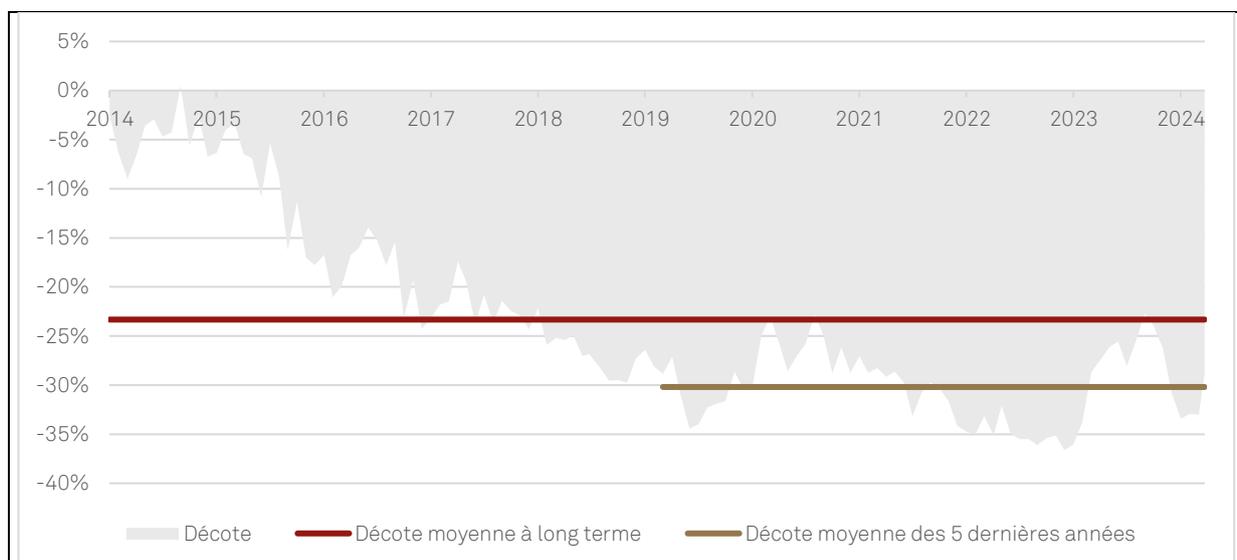
Devise : EUR  
Consensus des analystes : Acheter  
Objectif de cours : 120 EUR  
Potentiel de hausse : +31%  
VNI par action : 179 EUR  
Décote : 49%



#### Pershing Square Holdings (PSH)

Pershing Square Holdings est une société holding d'investissement spécialisée dans la prise de participations dans des sociétés cotées en bourse, situées essentiellement en Amérique du Nord.

Devise : USD  
Consensus des analystes : Acheter  
Objectif de cours : 53 USD  
Potentiel de hausse : +3%  
VNI par action : 72 USD  
Décote : 29%



# Analyse sectorielle

Lundi 20 janvier 2025 | 11h00



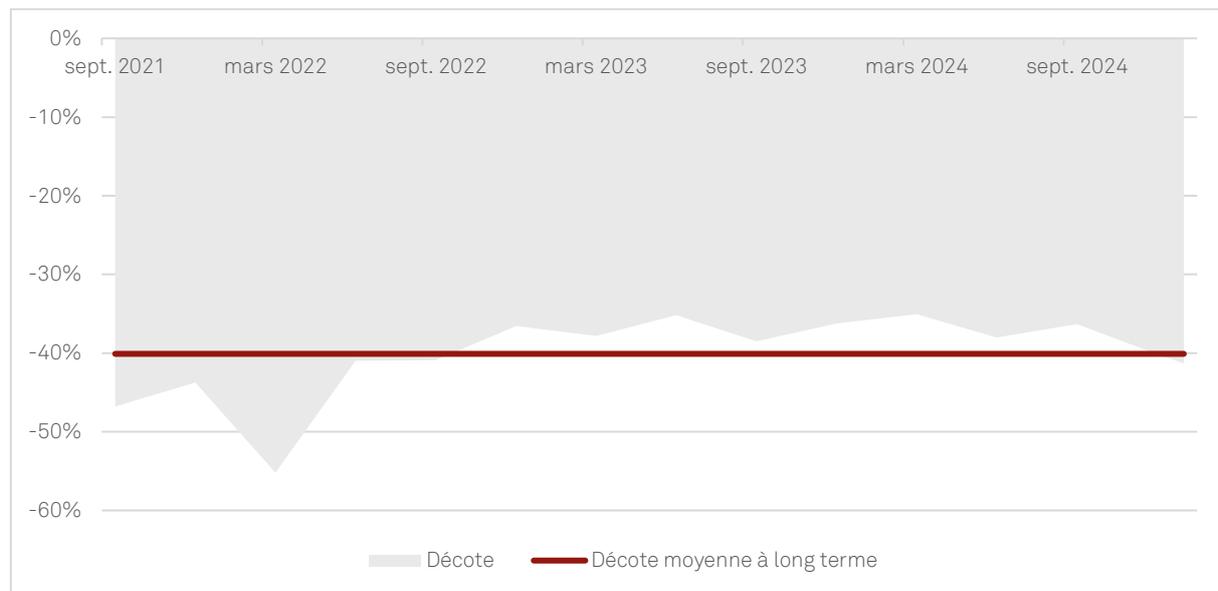
## Secteur : Holdings (Pays-Bas)

### Prosus (PRX)

Prosus est une société holding qui détient des participations dans des entreprises opérant dans les secteurs suivants :

- Médias sociaux et contenu numérique (Tencent) ;
- Autres plateformes internet (plateformes de publicité, de paiement électronique, de commerce électronique, de livraison de repas commandés en ligne et d'éducation en ligne).

Devise : EUR  
Consensus des analystes : Acheter  
Objectif de cours : 49 EUR  
Potentiel de hausse : +40%  
VNI par action : 60 EUR  
Décote : 41%



## 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](http://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.