



FINEXSI

ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DES DÉCOTES DE HOLDINGS ET DES DÉCOTES DE FONCIÈRES

JUILLET 2024

OTIOLO





1

PROPOS INTRODUCTIF SUR LES DÉCOTES DE HOLDINGS ET LES DÉCOTES DE FONCIERES

FINEXSI présente son étude sur l'évolution des primes et décotes observées sur le cours de bourse de sociétés holdings¹ et de foncières cotées par rapport à leur actif net réévalué (ANR) publié.

L'étude, réalisée en juillet 2024, porte sur un échantillon représentatif de sociétés holdings européennes et de foncières françaises.

L'ANR d'une société holding ou d'une foncière correspond à une estimation de la valeur réelle de ses capitaux propres. Celui-ci est déterminé en évaluant distinctement, puis en sommant, la valeur réelle des différents actifs et passifs détenus :

La valeur réelle des actifs cotés détenus est généralement déterminée sur la base de leur cours de bourse.

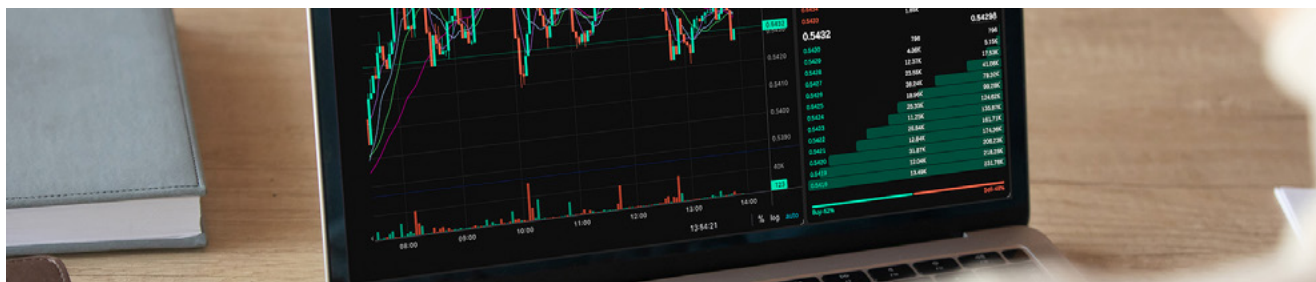
Concernant la valeur réelle des actifs non cotés, diverses approches peuvent être mises en œuvre selon la nature et le profil de l'actif, parmi lesquelles (i) la référence au prix d'acquisition ou à une transaction récente sur le capital, (ii) les approches analogiques fondées sur des multiples de comparables boursiers ou transactionnels, (iii) l'actualisation des flux futurs de trésorerie, (iv) la référence aux valeurs d'expertises (pour les actifs immobiliers) ou, (v) la valeur liquidative (pour les investissements dans les fonds).

L'ANR est un indicateur de performance et de création de valeur dans le temps pour les investisseurs, publié par les sociétés à des fins de communication financière ou pour satisfaire à des exigences réglementaires.

La plupart des holdings et des foncières cotées extériorisent actuellement une décote par rapport à la valeur de leur ANR, c'est-à-dire un cours de leur action inférieur à leur ANR par action.

Pour les sociétés holdings, cette décote s'explique à la fois par des éléments relatifs à la stratégie d'investissement (classe d'actifs, secteur, taille, cotation, géographie, détention minoritaire / majoritaire, etc...) et par des éléments structurels liés aux caractéristiques intrinsèques de la société holding parmi lesquels on peut notamment citer :

- **La complexité** des structures actionnariales ;
- Les **frais de fonctionnement** qui peuvent être considérés comme trop élevés ;
- Les **frottements fiscaux** liés à l'imposition des plus-values en cas de cessions d'actifs ;
- **L'absence de synergies** entre les actifs détenus par la société holding ;
- **L'illiquidité des participations** détenues par la société holding ;
- **La faible liquidité des titres des sociétés holding cotées** (notamment familiales), avec un effet qui peut être accentué en cas de cascades de holdings ;
- **L'impossibilité pour l'investisseur d'arbitrer** au sein des actifs détenus par la holding.



¹ Une société holding peut se définir comme une société dont l'activité principale consiste à détenir des participations majoritaires ou minoritaires, à les gérer dans une perspective financière ou de contrôle, et dont l'essentiel de ses revenus provient de ces dernières. Elle se différencie en cela d'un conglomérat qui est une entreprise visant la diversification de ses activités dans des domaines divers et souvent non liés entre eux, dans une logique de développement à long terme, en conservant le contrôle de ses actifs.

Pour les sociétés foncières, les décotes observées peuvent notamment s'expliquer par les raisons suivantes :

- **Le délai** lié à la cession des actifs ;
- **Le taux de vacance** des actifs ;
- **La typologie des actifs** détenus et les perspectives ;
- **La fiscalité** sur les plus-values latentes (sauf régime SIIC) ;

Plus généralement, le décalage entre les ANR publiés et la perception du marché, ainsi que la volatilité des marchés financiers, sont susceptibles d'avoir une incidence sur les niveaux de décotes observés.



Le niveau de décote observé sur les holdings cotées peut être utilisé comme référence pour l'évaluation de sociétés holding non cotées en tenant compte des caractéristiques propres à la société évaluée.

Le principe d'une décote de holding est accepté par l'administration fiscale qui considère dans son guide¹ qu'il est « communément admis que la valeur de ces sociétés correspond à leur valeur patrimoniale diminuée d'une décote dite de holding, destinée à prendre en compte :

- **La non liquidité** des actifs immobilisés ;
- **La fiscalité latente** sur ces actifs ;
- Éventuellement **l'absence de contrôle** de la holding sur les participations. »

Le même principe peut être suivi pour l'évaluation de sociétés foncières non cotées.

¹ L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, novembre 2006.

DÉCOTES DE HOLDING

Dans cette étude, les décotes sont déterminées par rapport à la moyenne 5 jours des cours de clôture suivants la date de publication de l'ANR, de sorte que les cours de bourse retenus pour le calcul de la décote reflètent l'information publique disponible concernant l'ANR (selon la théorie des marchés efficients).

Le recours à une moyenne 5 jours des cours de clôture permet d'intégrer l'ensemble des réactions et analyses du marché post publication de l'ANR.

A titre d'illustration, si l'ANR au 31 décembre N est publié le 31 mars N+1, la décote sera calculée par rapport à la moyenne 5 jours des cours de clôture suivants le 31 mars N+1. Dans la présentation qui suit, la décote ainsi déterminée est positionnée au 31 décembre N.

Les décotes sont déterminées selon une périodicité trimestrielle ou semestrielle en fonction de la fréquence de publication de chaque société.

Pour les holdings dont la fréquence de publication de l'ANR est uniquement semestrielle, le niveau de décote constaté à cette date est conservé pour les analyses trimestrielles.

DÉCOTES DES SOCIÉTÉS FONCIÈRES

Pour les mêmes raisons, les décotes de sociétés foncières sont déterminées par rapport à la moyenne 5 jours des cours de clôture suivant la date de publication de l'ANR, selon une périodicité semestrielle.

L'ANR considéré est l'ANR EPRA NTA¹.



¹ L'ANR EPRA NTA correspond à l'ANR « Net Tangible Assets » défini par l'EPRA (European Public Real estate Association). Celui-ci reflète uniquement la valeur des actifs corporels et suppose que les sociétés achètent et vendent une partie de leurs actifs, cristallisant ainsi certains passifs d'impôts différés et droits de mutation inévitables. Cette méthode permet de refléter une vision de la valeur des actifs du portefeuille ajusté des plus ou moins-values. A la suite de la publication d'une nouvelle version des Best Practices Recommendations de l'EPRA en octobre 2019, la présentation et le calcul de l'ANR ont été modifiés à compter de 2020 avec l'introduction de 3 nouveaux indicateurs : l'ANR NRV, l'ANR NTA et l'ANR NDV. Pour toutes les sociétés du panel, pour les données antérieures à la première application de la nouvelle norme EPRA, nous avons procédé à une réconciliation des données entre l'ancienne méthodologie EPRA et la nouvelle afin d'obtenir des ANR EPRA NTA sur toute la période. Pour Altarea Cogedim, nous avons procédé à une réconciliation des données également après l'introduction de la norme car la société ne communique que sur un ANR Triple Net EPRA (ancienne méthodologie).



2

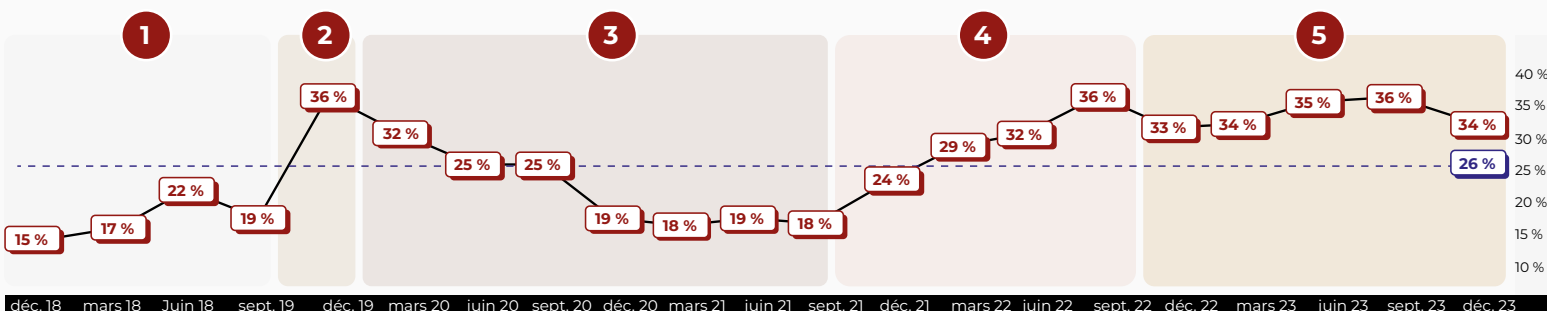
ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DES DÉCOTES DE HOLDINGS

DÉCOTES DE HOLDINGS

ANR et cours de bourse (en base 100)

FIGURE 1
Evolution de la décote moyenne du cours de bourse/ANR d'un échantillon représentatif de holdings cotées.

Décote moyenne



Sources : Communication financière des sociétés, Capital IQ

— Evolution des décotes de holdings (moyenne)

----- Niveau de décote moyen sur 5 ans

L'échantillon est constitué de 16 sociétés holdings (présentées ci-après) admises aux négociations sur des marchés réglementés européens.

Pour mémoire, les décotes sont déterminées par rapport à la moyenne 5 jours des cours de clôture suivants la date de publication de l'ANR. Par conséquent, si l'ANR au 31 décembre N est publié le 31 mars N+1, la décote est calculée par rapport à la moyenne 5 jours des cours de clôture suivants cette date. La décote ainsi déterminée est positionnée au 31 décembre N.

La décote moyenne observée sur le cours de bourse par rapport à l'ANR calculé à fin décembre 2023 se situe à 34%, soit un niveau supérieur à sa moyenne 5 ans (26%). Il convient d'analyser l'évolution des décotes au regard notamment du contexte macroéconomique et boursier sur cette période :

- Entre décembre 2018 et septembre 2019, la décote moyenne de l'échantillon de holdings a légèrement augmenté (+4 pts), les ANR ayant en moyenne progressé plus rapidement que les cours de bourse sur la période ;
- Entre septembre 2019 et décembre 2019, la décote moyenne de l'échantillon augmente sensiblement (+17 pts) en raison d'une baisse marquée des cours de bourse lors de la publication des ANR au 31 décembre 2019 (intervenu en mars / avril 2020), du fait des craintes relatives à l'impact sur l'économie des mesures de restrictions prises par les Etats en suite du déclenchement de la crise sanitaire de la Covid-19 ;
- Entre décembre 2019 et septembre 2021, le niveau de décote amorce une phase de baisse (-18 pts). Les cours de bourse progressent de manière continue et plus rapide que les ANR sur cette période, soutenus par les politiques budgétaires et monétaires accommodantes des gouvernements et de la Banque Centrale Européenne en réponse aux conséquences de la crise sanitaire ;
- Entre septembre 2021 et septembre 2022, la décote moyenne de l'échantillon connaît une nouvelle phase de hausse (+18 pts). Cette évolution est à mettre en regard de la baisse des cours de bourse dans un contexte d'inflation, de tensions géopolitiques et de remontée des taux d'intérêts ;
- Entre septembre 2022 et décembre 2023, la décote moyenne de l'échantillon est restée relativement stable, l'ANR et le cours de bourse moyen de l'échantillon ayant évolué dans des proportions relativement similaires.

PRESENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE HOLDINGS ^(1/2)

Les critères de sélection de l'échantillon sont les suivants :

- Société holding **cotée en Europe** et **ayant son siège social en Europe** ;
- Rotation du capital flottant **supérieure à 10% au cours des 12 derniers mois** ;
- **Publication régulière d'un ANR** (à minima semestriellement) exploitable pour les besoins de nos analyses.

FIGURE 2
Présentation de l'échantillon de holdings cotées.

Sociétés	Wendel	Eurazéo	Peugeot Invest	Exor	GBL	Burelle SA	Oakley	Dunedin	HG Capital	Brederode	GIMV	Compagnie du Bois Sauvage	Pantheon International PLC	Sofina	Princess	Corp. Financiera Alba, S.A.
Nationalités																
Médical		•	•	•	•	•	•		•	•	•		•	•	•	
Biens de consommation		•	•		•	•	•	•		•	•	•	•	•	•	
Technologie	•	•		•	•	•	•		•	•			•			
Industrie	•	•	•	•	•	•	•	•			•	•	•		•	•
Finance		•			•				•	•		•	•			
Services	•	•	•			•	•	•						•		
Actif dominant*	Bureau Veritas (n.c)	n.a	Stellantis (n.c)	Ferrari (n.c) Stellantis (n.c)	n.a	Plastic Omnium (c)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	Neuhauss (c) Jeff de Bruges (c)	n.a	n.a	n.a	Naturgis (n.c)

* Analyse Finexsi selon le niveau de contribution des différentes participations au chiffre d'affaires consolidé de la holding et selon la communication financière de cette dernière.
(n.c = participation non contrôlée par la holding ; c = participation contrôlée par la holding ; n.a. = non applicable)



PRESENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE HOLDINGS (2/2)

FIGURE 3

ANR (en m€) et capitalisation boursière (en m€)

au 31/12/2023 de l'échantillon de holdings cotées (calculs selon la méthode décrite ci-avant).

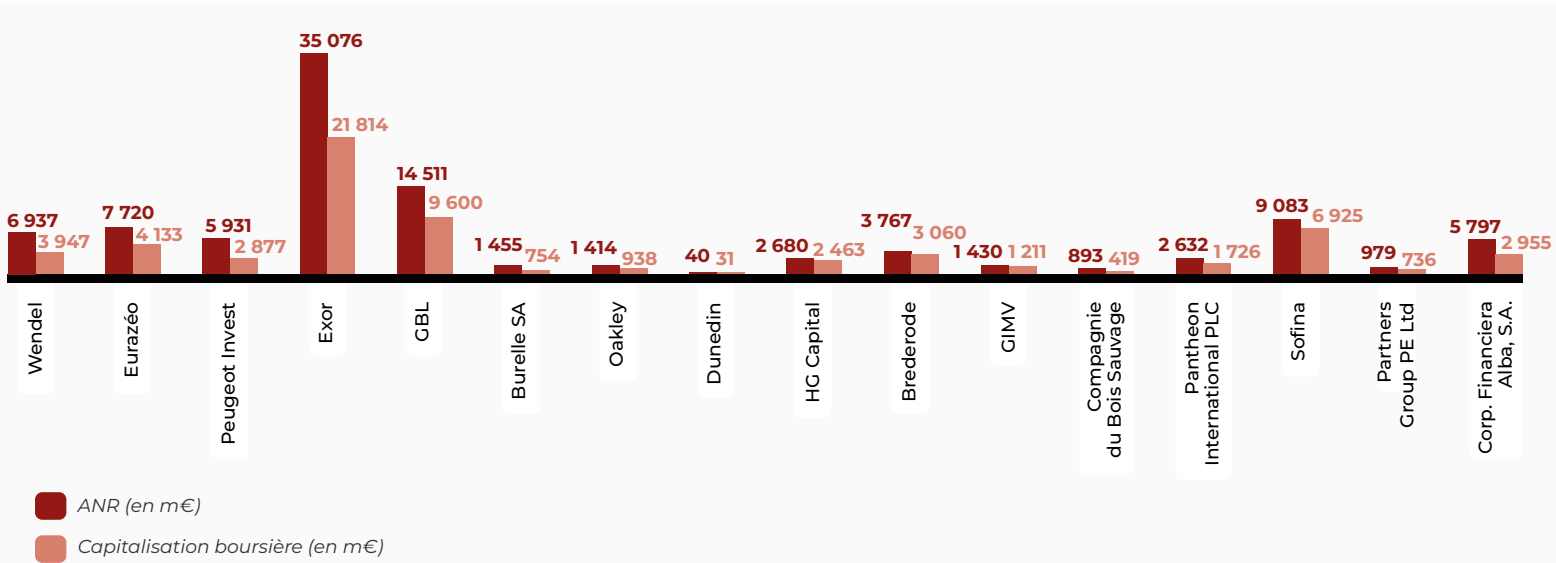
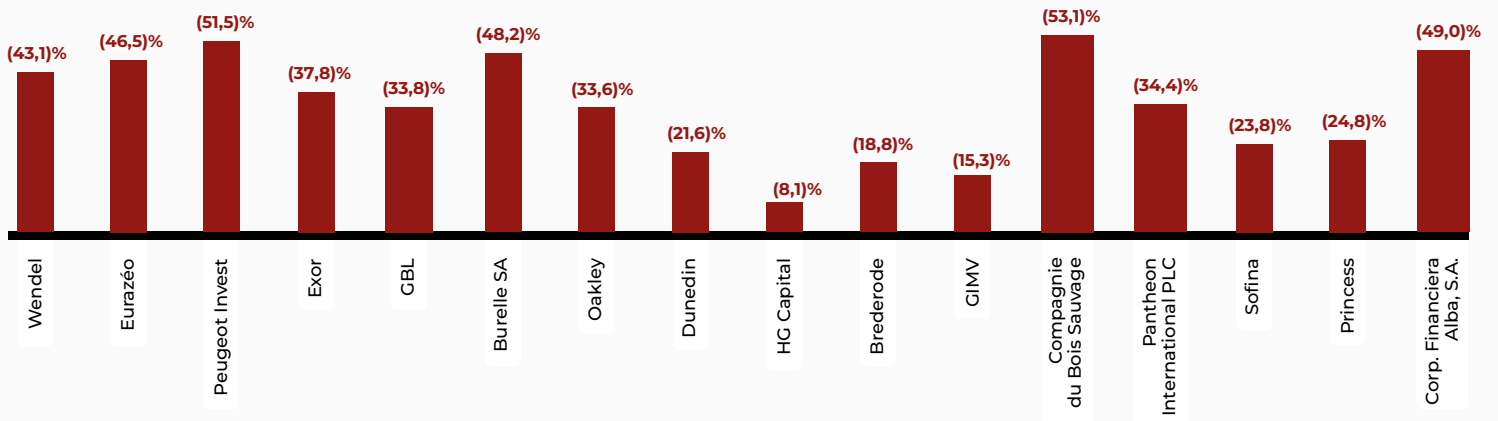


FIGURE 4

Décote au 31/12/2023 de l'échantillon

de holdings cotées (calculs selon la méthode décrite ci-avant).





3



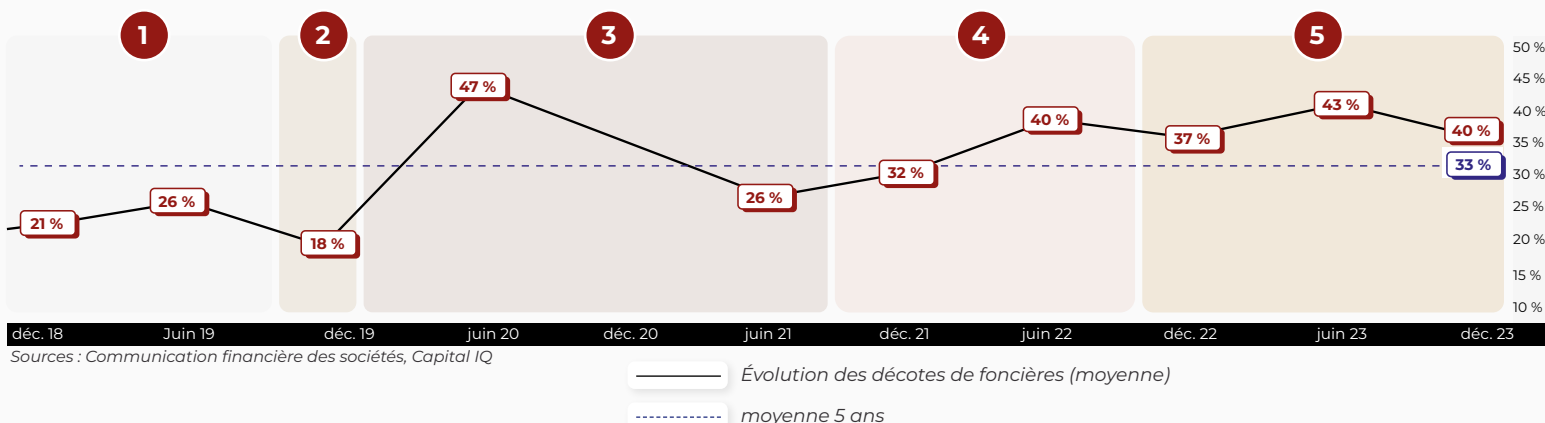
ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DES DÉCOTES DE FONCIERES

DÉCOTES DE FONCIÈRES

ANR et cours de bourse (en base 100)

FIGURE 5
Evolution de la décote moyenne du cours de bourse/ANR d'un échantillon représentatif de foncières cotées.

Décote moyenne



L'échantillon est constitué de 10 foncières (présentées ci-après) admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

La décote moyenne observée sur le cours de bourse par rapport à l'ANR EPRA NTA publié en décembre 2023 se situe à 40%, soit un niveau supérieur à sa moyenne 5 ans (33%). Il convient d'analyser l'évolution des décotes au regard notamment du contexte macroéconomique et boursier sur cette période :

- 1 Entre décembre 2018 et décembre 2019, la décote moyenne de l'échantillon de foncières est restée relativement stable (-3 pts) ;
- 2 De décembre 2019 à juin 2020, la décote moyenne de l'échantillon augmente fortement (+29 pts), la chute des cours de bourse en lien avec la crise sanitaire de la COVID-19 étant beaucoup plus marquée que la baisse des ANR au cours de cette période. Il est précisé que les ANR des sociétés foncières au 31 décembre 2019 ont pour la plupart été publiés en février 2020 avant le déclenchement de la crise sanitaire de la Covid-19 et le décrochage des marchés actions, expliquant l'absence d'augmentation de la décote moyenne au 31 décembre 2019 ;
- 3 Entre juin 2020 et juin 2021, la décote moyenne de l'échantillon apparaît en nette baisse (-21 pts) en raison de l'appréciation des cours de bourse soutenus par les politiques monétaires et budgétaires accommodantes et d'une stabilité de l'ANR moyen ;
- 4 Entre juin 2021 et juin 2022, la décote moyenne de l'échantillon connaît une nouvelle phase de hausse (+14 pts) pour s'établir à 40%, en lien avec la baisse des cours de bourse dans un contexte d'inflation, de tensions géopolitiques et de remontée des taux d'intérêts ;
- 5 Entre juin 2022 et décembre 2023, la décote moyenne de l'échantillon est restée relativement stable, l'ANR et le cours de bourse moyen de l'échantillon ayant évolués dans des proportions relativement similaires.

PRESENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE FONCIÈRES (1/2)

Les critères de sélection de l'échantillon de foncières sont les suivants :

- Société foncière **cotée en France** et **ayant son siège social en France** ;
- Rotation du capital flottant **supérieure à 10% au cours des 12 derniers mois** ;
- **Publication régulière d'un ANR** (à minima semestriellement) exploitable pour les besoins de nos analyses ;
- Détention d'un patrimoine **principalement composé de bureaux ou de commerces**.

FIGURE 6
Présentation de l'échantillon de foncières cotées.

Sociétés	Altea Cogeclim	Carmila SA	Covivio	Gécina	Icade	Klépierre	Mercialys	Paref	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco
Nationalité										
Bureaux			•	•	•			•	•	•
Commerces	•	•				•	•			•
Autres actifs*	•		•	•	•			•	•	•
Autres activités	Promotion	Services divers**			Promotion					

* Inclut dans des proportions variables des actifs hôteliers, résidentiels, de santé et autres.

** Leasing spécialisé, services marketing (boutiques éphémères, marketing local...), services événementiel, franchise de commerces.



PRESENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE FONCIÈRES (2/2)

FIGURE 7

ANR (en m€) et capitalisation boursière (en m€) au 31/12/2023 de l'échantillon de foncières cotées (calculs selon la méthode décrite ci-avant).

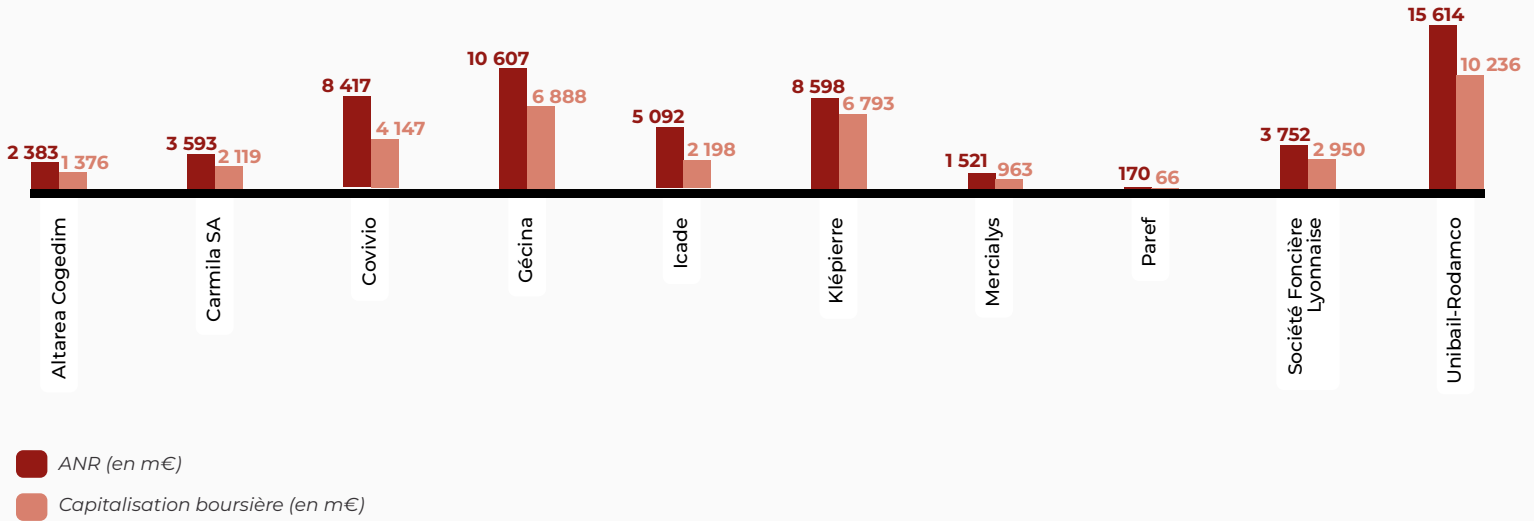
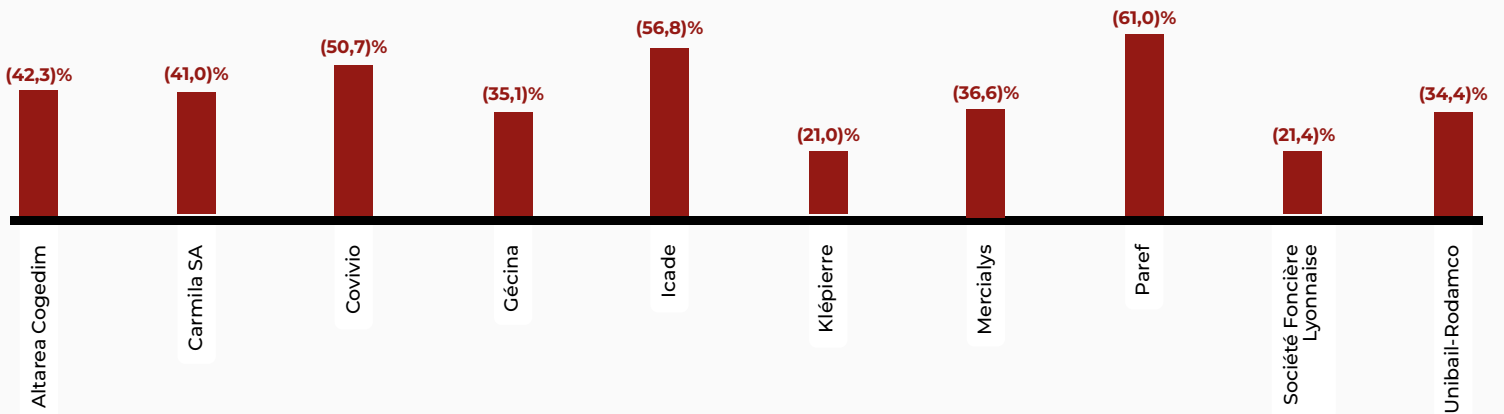


FIGURE 8

Décote au 31/12/2023 de l'échantillon de foncières cotées (calculs selon la méthode décrite ci-avant).



A PROPOS DE FINEXSI

FINEXSI est un cabinet indépendant d'expertise et de conseil financier, fondé en 1997.

Le cabinet compte 60 professionnels expérimentés qui accompagnent les entreprises (cotées ou non) et les fonds d'investissement dans la résolution de situations complexes.

FINEXSI est un acteur de référence sur les métiers de l'évaluation et intervient régulièrement en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'opérations de marché (offres publiques) visées par le règlement AMF, d'apports et de fusions ou de transactions privées, dans tous secteurs d'activités.

FINEXSI intervient également en qualité de conseil dans la préparation de ce type d'opérations.



CONTACTS



Olivier COURAU

Associé

Pôle Evaluation

olivier.courau@finexsi.com



Maxime ROGEON

Directeur-Associé

Pôle Evaluation

maxime.rogeon@finexsi.com



FINEXSI

14 rue de Bassano
75116 Paris

T: 01 43 18 42 42

<https://finexsi.eu>