



# Une entreprise belge cotée sur trois est une cible potentielle

Les offres lancées sur Telenet et Exmar semblent annoncer une nouvelle vague de rachats d'entreprises belges. Nous sommes partis à la recherche des proies les plus vraisemblables.

CHRISTOPHE DE RIJCKE

**D**eux offres de rachat d'entreprises belges cotées, et connues, en 13 jours. Le groupe de télécoms Telenet et l'armateur Exmar, spécialisé dans les méthaniers, valent ensemble 3 milliards d'euros. Nous avons discuté avec une dizaine d'analystes, gestionnaires patrimoniaux et éditeurs de magazines boursiers de premier plan pour tenter d'identifier les prochaines cibles. Certains ont demandé à rester anonymes. Ces discussions ont généré une liste de 37 entreprises-cibles possibles, soit plus ou moins un tiers des sociétés belges cotées (cf. graphique).

Lors de nos discussions, nous avons perçu un certain pessimisme à propos du «dépeuplement» d'Euronext Bruxelles. «Nous devons nous attendre

à de nouvelles offres. Mais il n'y a pas d'entreprises pour remplacer les sortantes. Je ne pense pas que de nombreux investisseurs aient envie d'investir dans la biotechnologie, un secteur d'où sont issus la plupart des nouveaux venus sur la Bourse de Bruxelles. La Bourse et les courtiers n'en ont-ils pas fait assez? Le fait que Bart De Wever ait déclaré lors du congrès de la VFB (Vlaamse Federatie van Beleggers, NDLR) que ses économies sont placées sur un compte d'épargne résERVE bien la situation.» Le rédacteur en chef de L'Investisseur, Gert Bakelants, voit un lien entre ces offres et la pénurie de sang neuf. «En Belgique, les banquiers d'affaires ne peuvent plus gagner d'argent avec des introductions en bourse. Il est donc possible qu'ils se rendent dans les entreprises, un plan de retrait de la bourse sous le bras, pour percevoir des commissions. C'est déjà arrivé dans le passé.» Kris Kijpers, analyste de Degroof Petercam,

ajoute: «Les taux d'intérêt sur les crédits souscrits pour financer ces rachats ont bien entendu augmenté, mais les valorisations ont baissé.»

En cas de radiation, l'actionnaire principal fait une offre sur les actions qu'il ne détient pas encore. C'est le cas de Telenet et d'Exmar. Liberty et Nicolas Saverys offrent un prix qui, certes, inclut une importante prime par rapport au cours de bourse, mais que l'on ne peut qualifier de «royale». C'est aux petits investisseurs qu'il reviendra de décider s'ils acceptent ou non l'offre. Ceux qui n'ont pas répondu à l'offre de Marc du Bois sur Spadel peuvent se froter les mains. En revanche, les actionnaires de Vastmed Belgium et d'Orange Belgium qui n'ont pas apporté leurs actions en 2018 et en 2021 suite aux offres respectives de Vastmed et Orange, s'en mordent les doigts.

## Deuxième tentative

Ce qui nous ramène aux premières proies possibles: les actions ayant, dans le passé, déjà fait

l'objet d'une offre publique d'achat et pour lesquelles les actionnaires majoritaires souhaitent faire une nouvelle tentative, comme c'est le cas aujourd'hui avec Telenet. Et d'après nos interlocuteurs, ce n'est qu'une question de temps avant qu'Orange ne lance une nouvelle offre sur Orange Belgium. «Nous supposons que les conditions seront les mêmes, c'est-à-dire 22 euros par actions»,

estime Patrick Casselman de BNP Paribas Fortis. Si cela se confirme, les actionnaires pourraient réaliser rapidement une plus-value de 50%. «Cette fois, ils n'hésiteront pas une seconde à apporter leurs actions à l'offre», ajoute un expert.

Pascale Nachtergaele (Nagelmackers), spécialisée en immobilier, croit à une nouvelle tentative de radiation de Vastmed Belgium et de son homologue Wereldhave Belgium, dont l'équipe de management a été décimée ces dernières semaines. «Les deux entreprises se négocient avec une décote de 32% par rapport à leur valeur intrinsèque», explique-t-elle. L'avantage de cette décote est que l'offrant peut offrir une prime généreuse tout en conservant une décote par rapport à la valeur intrinsèque, comme ce fut le cas de l'offre canadienne sur Befimmo l'an dernier. En cas de squeeze-out (retrait obligatoire), Marc du Bois de Spadel devra déboursier davantage qu'en 2015, mais l'action flirte entre-temps avec son plus bas niveau en cinq ans.

## Première tentative

Il existe de nombreuses autres entreprises familiales dont l'actionnaire pourrait se laisser tenter par une offre de rachat. «On peut se demander ce que des petites entreprises familiales comme Campine, Miko et Ter Beke font encore en bourse», ajoute le professeur émérite Roland Van der Elst. «Cela coûte cher et crée de nombreuses obligations, alors que les gestionnaires patrimoniaux s'intéressent davantage aux grandes entreprises internationales.»

Un autre expert ajoute: «Une entreprise qui n'augmente jamais son capital, même si cela se justifie par le fait qu'elle génère suffisamment de liquidités pour se financer, ne retire aucun avantage de sa cotation en bourse.» Dans la même ligne, on trouve Roularta, propriétaire à 50% de Mediafin (L'Echo), et le groupe de lingerie Van de Velde. Bakelants cite la prise de contrôle progressive de Sipef par Ackermans & van Haeren. Ces derniers temps, la participation du holding est passée de 25 à 36%.

Les CEO concernés sont régulièrement interrogés sur l'éventualité que leur conseil d'administration envisage une radiation de l'action, question à laquelle ils répondent logiquement «non». Bien entendu, ils n'ont aucun intérêt à susciter de la spéculation sur le marché.

«Un retrait de la cote n'est pas à l'ordre du jour. C'est hors de question», avait répondu Pierre Macharis, CEO de VPK Packaging en 2012, l'année où il a lancé une offre.

Le plus grand candidat à une radiation est aujourd'hui Colruyt. «La valorisation est actuellement basse. C'est donc possible», estime Tom Simonts de KBC. La vente de Parkwind par Virya Energy pour 1,55 milliard d'euros a relancé la spéculation sur un possible retrait de la cote. Virya est détenu par Colruyt à hauteur de 50% et par Korys – le holding de la famille Colruyt – pour l'autre moitié. «Si Virya Energy redistribue le produit de la vente aux actionnaires, Korys disposera de munitions en suffisance pour retirer l'action Colruyt de la bourse», souligne Bart Goemaere de TuyauxBourse.

Un nom qui surgit régulièrement – et qui étonne – est Tessengerlo. Les observateurs ne croient pas qu'après le rachat de Picanol, sous la direction de Luc Tack, le groupe reste encore longtemps coté. «Le cours n'arrive pas à décoller. C'est pour moi un candidat au rachat», estime Erik Joly (ABN Amro). «Le free float (la valeur des actions négociables en bourse ou le flottant, NDLR) est limité. On ne peut pas l'exclure», ajoute Casselman. «Après les ventes, la semaine dernière,

de la participation dans Sarens (Tack à titre personnel) et de la participation dans Rietter (Tessengerlo), l'entreprise dispose d'encre plus de moyens pour racheter ses (propres) actions», explique Roland Van der Elst. «Mais le rachat ne se fera peut-être pas avant plusieurs années.»

Chez Euronav, deux familles sont susceptibles de lancer une offre. John Frederiksen et la famille Saverys détiennent une participation comparable. «Il est probable qu'une famille vendra finalement à l'autre après de solides négociations sur le prix et rachètera le free float», explique Casselman.

## Acquisitions

Le juste prix fait parfois défaut lors du rachat d'entreprises par les actionnaires familiaux. Dans la plupart des cas, on ne parle pas de négociations et la famille essaie de racheter les actions cotées au prix le plus bas possible. La famille Duvel Moortgat était fière de la vitesse à laquelle elle avait amorti le coût de son squeeze-out en 2012 grâce au versement de dividendes plus élevés. Bakelants: «Pourquoi une famille décide-t-elle de racheter les actions? Pour faire une bonne affaire, bien entendu!» Van der Elst: «Il faut retourner aux classiques: la bourse n'est pas là pour vous.»

La probabilité d'arriver à un bon prix est plus grande lorsqu'une offre est lancée par un concurrent ou un fonds de Private Equity. Dans ce cas, tous les actionnaires ont le même objectif: obtenir le prix le plus élevé possible. Jensen, le producteur de systèmes de blanchisserie, est passé



en un mois d'une radiation au statut de cible. La société japonaise Miura a acquis une participation de 20%. Les analystes considèrent comme très élevée la probabilité d'une reprise totale par Miura. Dans ce cas, la famille Jensen négociera le prix et les petits porteurs en profiteront. Dans le passé, deux perles technologiques, Iris et Zetes, se sont retrouvées dans des mains japonaises, respectivement Canon et Panasonic.

Dans la catégorie des cibles, on trouve également des entreprises du Belzo. UCB et argenx valent respectivement 18 et 20 milliards d'euros, auxquels devra s'ajouter une prime pour convaincre les actionnaires. Mais dans le secteur de la big pharma, ces grandes opérations ne sont pas exceptionnelles. «UCB est une des plus grandes proies éventuelles sur la Bourse de

Bruxelles mais en réalité c'est un petit acteur du secteur. Elle est donc susceptible de faire l'objet d'une offre si le prix est suffisamment intéressant pour convaincre l'actionnaire de référence, la famille Janssen», explique Casselman. Une offre sur UCB représente le rêve ultime des actionnaires de Tubize, le véhicule familial qui détient UCB. Cela mettrait fin à l'importante décote dont souffre l'action Tubize.

Mais une chose est certaine: si la famille Janssen ne veut pas vendre, aucune offre ne pourra se matérialiser. Et personne ne peut dire avec certitude si une vente est envisageable. Argenx n'a quant à elle pas d'actionnaire majoritaire. Simonts: «En 2022, Pfizer a racheté la société de biotechnologie Seagen pour 43 milliards de dollars. Une prochaine proie pourrait être argenx.»

D'autres entreprises du Belzo susceptibles d'être visées sont Umicore et Ageas. «Le recul de son cours de bourse rend Umicore vulnérable et GBL sera certainement prêt à vendre ses actions si le prix est acceptable», poursuit Casselman. Quant à Ageas, des rumeurs ont circulé l'an dernier sur une possible offre hostile. «L'action est bon marché et inférieure à la valeur comptable, ce qui suscite de l'intérêt», explique Rik Dhoest de Nagelmackers.

Une autre entreprise - trop petite pour faire partie du Belzo - voit son nom surgir alors qu'elle vient tout juste d'entrer en bourse: Azelis. «Le secteur de la distribution de produits chimiques est clairement en mouvement. L'an dernier, la société allemande Brenntag avait des projets de fusion et le fonds de capital à risque Apollo a dépensé des milliards pour s'offrir un concurrent américain», ajoute Simonts. Et avec l'actionnaire principal EQI, un fonds de Private Equity suédois, une transaction est toujours possible.

### Bon marché

«Les investisseurs particuliers ont intérêt à agir comme les entrepreneurs: regarder le prix et acheter bon marché. Dans ce cas, ils ont plus de chance d'obtenir une prime», explique Bakelants. Le professeur émérite Roland Van der Elst a identifié plusieurs de ces actions bon marché. «Econocom se négocie à un prix très bas et offre un bon rendement du dividende. Et le pater

familias (Jean-Louis Bouchard, NDLR) a aujourd'hui un âge plus que vénérable. Chez EVS, les résultats sont moins cycliques et la rentabilité est élevée. Un groupe international qui ne craint pas le risque "Congo" pourrait s'intéresser à Texaf. Je peux m'imaginer que Philippe Croonenberghs souhaitera tôt ou tard passer à la caisse. Et CFE se négocie à peine au niveau de ses fonds propres. Ne pourrait-elle pas trouver sa place au sein de Vinci? Un analyste qui a souhaité rester anonyme ajoute: «Fagron est lui aussi bon marché, défensif et n'a pas d'actionnaire de référence.»

Kris Kippers cite Recticel et Deceuninck parce que leur bilan est solide. Les deux entreprises devraient bientôt afficher une position nette de trésorerie. «Si vous ne voulez pas être racheté, vous devez devenir plus grand en vous endettant davantage.» Van der Elst attire l'attention sur Agfa-Gevaert. «L'actionnaire de référence - Klaus Röhrig - peut réussir son coup. Il le mérite car il a travaillé pendant des années pour restructurer Agfa et lui offrir un avenir.» Aujourd'hui, les actions immobilières sont également bon

marché, dans la mesure où bon nombre d'entre elles se négocient en dessous de leur valeur intrinsèque. Le bailleur d'immobilier de soins Care Property Invest est de loin le groupe le plus fréquemment cité dans le secteur. «Le cours a baissé de 60% tandis que certaines entreprises disposent de beaucoup de cash et sont très intéressées par l'immobilier de soins. Ce segment reste attrayant à long terme à cause du vieillissement de la population», explique Nachtergaele. En outre, aucun actionnaire ne possède une participation suffisante pour bloquer une offre de rachat. Xior est aussi régulièrement citée comme proie potentielle, mais dans ce cas, tout candidat au rachat devra passer par le CEO Christian Teunissen et le CFO Frederik Snaauwaert.

### Projets de rénovation

Simonts: «Si vous lancez une offre sur argenx, vous devez savoir que cela équivaut à l'achat d'une villa à prix très (trop) élevé. Dans ce cas, peut-être un projet de rénovation est-il plus intéressant?» Plusieurs experts citent Ontex parmi les «projets de rénovation». «Dès que la restructuration d'Ontex sera terminée, des discussions auront lieu sur une possible cession, sous la houlette de GBL», confie Casselman.

Parmi les actions ayant le plus souffert dans les secteurs des biotechnologies et du diagnostic, Biocartis est la plus souvent citée. Simonts: «Biocartis devrait bientôt être rentable et les candidats repreneurs auraient peut-être intérêt à frapper avant que l'entreprise n'ait atteint ce point de basculement.» Van der Elst s'attend lui aussi à de nouvelles offres de rachat dans le secteur biotechnologique. «Mais ce sera la plupart du temps à des prix de misère, en particulier pour ceux qui ont souscrit au moment des introductions en bourse.»

**«Si vous faites une offre pour argenx, vous savez que vous achetez une villa très chère. Un projet de rénovation serait peut-être plus intéressant.»**

**TOM SIMONTS**  
ECONOMISTE CHEZ KBC

**«On peut se demander ce que des petites entreprises familiales comme Campine, Miko et Ter Beke font encore en bourse.»**

**ROLAND VAN DER ELST**  
PROFESSEUR ÉMÉRITE  
ET SPÉCIALISTE  
DE LA BOURSE

**«Dans le cas d'Euronav, il est probable qu'une famille finira par vendre à l'autre à un bon prix et qu'elle rachètera également le reste du capital flottant.»**

**PATRICK CASSELMAN**  
ANALYSTE CHEZ BNPP  
FORTIS





► 8 avril 2023 - N°NC

**Les proies possibles à la Bourse de Bruxelles**

Probabilité\*  
 ●●● Forte  
 ●● Moyenne  
 ● Facile

\*Note de la recherche de médianisme Quantark.

**Par le biais d'une acquisition**

(titre d'un pair du secteur ou d'un fonds d'investissement privé)

	Capitalisation boursière (en millions €)
●●● Recticef	1.034
●●● Econocom	725
●●● Janssen	281
●●● Biocartis	63
●●● Anjoux	20.106
●●● Ontex	624
●●● Care Property Inv.	513
●●● Agfa-Gevaert	473
●●● EVS	330
●●● Smartphoto	327
●●● Fagron	1.177
●●● UCB	17.326
●●● Ageas	8.100
●●● Unicore	8.170
●●● Axell	5.669
●●● Xior	1.084
●●● CPE	378
●●● Yesaf	141
●●● MDxHealth	55
●●● Crescent	43

**Par le biais d'un retrait de la cote**

(titre de l'actionnaire majoritaire)

●●● Euronav	3.536
●●● Tessenderlo	2.746
●●● Orange Belgium	972
●●● Colruyt	3.763
●●● Roulaeta	248
●●● Ter Beka	175
●●● Miko	113
●●● Kinopolis	1.394
●●● Spadef	734
●●● Sipef	705
●●● Werdhava Belg.	527
●●● Van de Velde	519
●●● Deceuninck	382
●●● Greenyard	356
●●● Vastned Belgium	170
●●● Campine	92
●●● Accentis	41

Actionnaire majoritaire

Participation

Filio Balaam (Hidical)	28%
Jean-Louis Bouchard	40%
Famille Janssen (Janssen Invest)	44%
Invesco	13%
Fidelity	20%
DBL	20%
Dimensional Fund Advisors	2%
Klaus Rehling (Active Ownership Capital)	17%
Michel Courson	6%
Estienne Kasteler (Shopinvest)	18%
Goldman Sachs	10%
Famille Janssen (Tubize)	30%
Forsan	10%
DBL	16%
EDT (Akiva)	51%
Christian Teunissen/R. Smauwaert (Alou)	14%
Ackermans & van Haaren	62%
Philippe Croonenberghs (Soc. Fin. Afric.)	53%
MVM Partners	23%
Eric Van Zele	32%

John Fredriksen	27%
Luc Tack (Verbrugghe/Symphony Mills)	71%
Orange	77%
Famille Colruyt	50%
Famille De Nolf (Kolmar)	71%
Famille Coopman (Coovan)	56%
Famille Michiels (Brinko/Dikim)	56%
Famille Bert	46%
Marc du Bois	93%
Ackermans & van Haaren	36%
Werdhava	56%
Famille Van de Velde	56%
Francis Van Beckhout (BramorHolve)	30%
Henri Deprez (Deprez Holding)	30%
Vastned Retail	56%
Famille Hemel	72%
leo Invest	57%