

## Softimat SA

Euronext Bruxelles : SOFT / Code ISIN : BE0003773877

### -- valeur éligible au PEA --

#### I. Introduction

Encore une fois, comme son nom ne l'indique pas, **Softimat** est une société belge spécialisée dans l'immobilier de bureau et l'immobilier résidentiel. L'ancienne société informatique a cessé son activité opérationnelle en 2011 pour se réorienter vers l'immobilier.

La société détient une surface totale de 79 782 m<sup>2</sup> de terrains et 23 858 m<sup>2</sup> d'immobilier (bureaux, laboratoires, stockage et parkings) à Jumet (région de Charleroi), dans la région de Liège, sur Bruxelles et au Luxembourg.

Par ailleurs, la société développe une activité de promotion immobilière. 5 projets initiés en 2013 et 2014 sont en cours. Certains ne sont qu'au stade des travaux, mais d'autres sont déjà en voie de commercialisation.

Cette société est vraiment particulière pour une « foncière » car elle n'a quasiment aucune dette financière. Sa dette nette au 31/12/2016 s'élève à -49 k EUR.

Nous travaillons avec le rapport annuel arrêté au 31 décembre 2016 et un cours de référence de 2,33 EUR.

#### II. La Valeur d'Actif Net Net (VANN)

La société possède un actif courant d'une valeur de 1,19 EUR par action et l'ensemble des dettes représente 0,74 EUR par action. La VANN s'établit donc à **0,45 EUR** par action.

#### III. La Valeur d'Actif Net Estate (VANE)

La société détient bien entendu des terrains et des immeubles qu'elle a acquis historiquement pour 19,28 M EUR. Les immeubles sont amortis à hauteur de 54% au 31 décembre 2016 (les terrains ne sont pas amortis). Or, nous lisons dans le rapport que la règle d'amortissement est de 3% par an. On peut donc estimer, qu'en moyenne, les immeubles ont été acquis il y a plus de 17 ans, avant l'an 2000. Il est donc possible que leur valeur pourrait avoir significativement augmenté par rapport à leur valeur d'acquisition.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Mais nous décidons de respecter notre process à la lettre et appliquons une marge de sécurité de 20% sur cette valeur d'acquisition. Nous ajoutons le montant obtenu à la VANN et ressort ainsi une VANE de **3,16 EUR par action**.

## IV. La Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV)

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

Nous détaillons dans le tableau ci-dessous les différents postes du bilan et les marges de sécurité retenues (données en EUR) :

Postes du bilan	Valeur par Action	Marge de Sécurité	Valeur Nette par Action
<b>Actifs courants</b>			
Liquidité	0,27	0%	0,27
Créance	0,14	20%	0,11
Stocks	0,77	20%	0,61
<b>Actifs non courants</b>			
Immobilier	3,39	20%	2,71
Autres actifs	0,24	50%	0,12
<b>Total Actif (A)</b>			<b>3,83</b>
<b>Hors bilan</b>			
Leases	0,00	0%	0,00
Stock Option	0,00	0%	0,00
Litiges	0,00	0%	0,00
<b>Total passif</b>			<b>-0,74</b>
<b>Total Passif + Hors bilan (B)</b>			<b>-0,74</b>
<b>VLMV (A) + (B)</b>			<b>3,09</b>

Ce qui nous donne donc une VMLV **3,09 EUR** par action.

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

Nous considérons ce calcul comme peu pertinent du fait de l'activité de la société uniquement axée sur l'immobilier et donc avec comme unique source de revenu des loyers.

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 2,33 EUR, nous n'avons aucune marge de sécurité sur l'ensemble des ratios calculés.

Le potentiel sur la Valeur Net Estate (car  $VANE > VANT = 3,16$  EUR) est de : +36%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 87%.

Ratio technologique = 0%. La société ne réalise aucune dépense en recherche et développement.

### **1° Quelles sont les raisons qui ont amené cette société dans la zone Daubasse ?**

Le titre est peu liquide. Il cote en plus au simple *fixing* - une seule fois par jour - à 15 h30. Ce n'est donc pas aisé de se constituer une « grosse » ligne, même si ce n'est pas impossible.

Le fait que la société ait complètement changé d'activité, en passant du domaine de l'informatique à 100% « immobilier », n'est pas non plus un élément qui favorise sa visibilité au sein de la communauté financière. Surtout pour une petite valeur (*small cap*) qui est valorisée moins de 20 M EUR.

Le troisième point négatif peut être lié au fait qu'un important locataire (Systemat) a rompu son bail pour le site de Jumet en Belgique et qu'il a été pendant de longs mois vacants. Ce qui a généré un doute sur la capacité de Softimat à trouver des locataires pérennes.

Dernier point négatif : le management a préféré opter pour le rachat d'actions plutôt que la distribution d'un dividende. Là encore, c'est un point que le marché ne semble pas apprécier à sa juste valeur. Ce dernier préférant la monnaie sonnante et trébuchante à la bonne allocation de capitale créatrice de valeur qu'est le rachat d'actions quand il est effectué avec une décote.

### **2° Quels sont les éléments qui pourraient faire empirer la situation et faire disparaître la marge de sécurité dans le futur ?**

Si le management ne fait rien pour débloquer de la valeur via une meilleure communication, le cours peut stagner pendant des années.

En siphonnant tranquillement plus de 860 000 EUR de salaires par an (ainsi que des frais intitulés « Consommables utilisés », assez douteux pour une foncière, et qui s'élèvent à 936 000 EUR) et en réduisant petit à petit le flottant par les rachats d'actions, nul doute que l'équipe de direction n'est pas pressée pour révéler la vraie valeur de l'entreprise.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

### 3° Quel pourrait-être le ou les catalyseurs pour faire sortir cette société de l'ornière ?

Cela peut paraître étrange pour les « chasseurs de dividendes sur foncières », mais nous apprécions énormément le fait que la société utilise ses cash-flows pour racheter massivement des titres sur le marché pour, ensuite, les annuler. Ces rachats sont fortement créateurs de valeur quand ils sont effectués sous la VANE (valeur, comme nous l'avons vu, plutôt conservative) de 3,42 EUR par action. Ce qui est le cas actuellement.

Par ailleurs, fiscalement, c'est optimisé. Les actionnaires s'enrichissent (composition des capitaux) sans générer le moindre flux taxable. Au 31 décembre 2012, le capital était composé de 6 327 402 actions. Au 31 décembre 2016, le capital est composé que de 5 686 567 actions. Soit une réduction de -640 835 actions (-10,1% de titres en circulation) en 4 ans. Et ce n'est pas fini. Un programme est encore en cours comme le souligne le rapport annuel. Il reste un peu plus de 2 M EUR disponibles pour racheter des actions et les annuler :

*« L'Assemblée Générale Extraordinaire du 15 février 2016 a également autorisé un programme de rachat d'actions propres pour une durée de 36 mois, pour un total de 3.000.000 EUR et pour un prix compris entre 1 EUR et 20 EUR par action. Ce programme ayant été activé en date du 11 février 2016 par le Conseil d'Administration et SOFTIMAT a acquis 404.044 actions propres au cours de l'année 2016 pour un montant de 997.562 EUR. »*

Un autre point nous semble intéressant. Acquérir des immeubles, sans dette, à moins de 400 EUR le mètre carré : (Capitalisation boursière + dette nette - actifs « promotion immobilière ») / surface des immeubles de placement, est un prix plutôt acceptable. Ok, nous ne sommes pas au plein cœur de Paris sur les Champs Élysées. Mais si on regarde les prix moyens sur Liège, Charleroi (Jumet) et Bruxelles (Chaussée de Louvain), ils sont dans la fourchette de 800 EUR (à Jumet) à plus de 3 000 EUR (à Bruxelles) le mètre carré<sup>1</sup>. L'action Softimat peut donc être un très bon outil pour acheter de l'immobilier à prix modéré, au sein d'un PEA (enveloppe fiscale apprécié des contribuables français).

Et avec ces ratios, on comprend d'ailleurs mieux pourquoi la société rachète massivement ses propres titres sur le marché pour les annuler... Surtout que le flottant est élevé. Sur le site institutionnel de Softimat, il est estimé à 63% du capital.

Enfin, dernier point qui pourrait être très positif. L'activité de promotion immobilière dans l'immobilier résidentiel, à travers sa filiale Softimat Fund SPRL, est en phase de développement depuis 2013-2014. Elle devrait aboutir sur ses premières ventes significatives prochainement. Sur les 5 projets initiaux, 1 seul est en cours de vente :

- le projet ELISE sur une surface de 850 m<sup>2</sup> (complexe de 5 appartements) dans le quartier 'ULB' à Bruxelles est en cours de commercialisation.

---

<sup>1</sup> Source : Liège : [http://belgique.repimmo.com/prix\\_immobilier-WLG/prix\\_moyen-WLG\\_liege.php](http://belgique.repimmo.com/prix_immobilier-WLG/prix_moyen-WLG_liege.php) - Jumet : [http://belgique.repimmo.com/prix\\_immobilier-WHT/prix\\_moyen-WHT\\_hainaut.php](http://belgique.repimmo.com/prix_immobilier-WHT/prix_moyen-WHT_hainaut.php) et Bruxelles : [http://belgique.repimmo.com/prix\\_immobilier-BRU/prix\\_moyen-BRU\\_bruxelles\\_capitale.php](http://belgique.repimmo.com/prix_immobilier-BRU/prix_moyen-BRU_bruxelles_capitale.php)

# LES DAUBASSES

---

Les 4 autres projets sont à des stades plus ou moins avancés dans leur développement et représentent une surface totale de 3 900 m<sup>2</sup>. Cette activité de promotion immobilière pourrait être la source de résultats supplémentaires.

Autant de catalyseurs qui pourraient booster le cours.

Malgré tous ces éléments positifs, nous allons attendre patiemment une fenêtre de tir pour acheter avec une décote plus élevée, sous les 2 EUR par action. En effet, il nous faut au minimum une décote de 30% sur la VANE pour que nous lancions une première salve de flèches sur cette cible.

Difficile de se refaire quand on est radin...

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.