

Analyse Fondamentale

Lundi 26 septembre 2022 | 13h45



Brederode (92,20 EUR)

Acheter (Précédent : N/A)

Objectif de cours	113 EUR
Potentiel de hausse	+23%
Profil de risque	Modéré
Pays	Luxembourg
Secteur	Société d'investissement
Symbole ISIN	BREB LU1068091351
Marché	Euronext Bruxelles
Capitalisation	2,71 Md EUR
Cours/Bénéfices	7,2x
Cours/Actif Net	0,8x
Rendement	1,2%

Profil

Brederode est une société de portefeuille. Fin juin 2022, la valeur comptable nette des actifs financiers s'élevait à 3.625 millions d'euros. La répartition est la suivante :

- fonds à capital-risque (70%). Le portefeuille se ventile par pays entre l'Europe (27%), les États-Unis (67%), l'Asie et l'Australie (6%) ;

- participations dans des sociétés cotées (30%). La valeur nette comptable du portefeuille par secteur d'activité se ventile entre la technologie (34%), les biens de consommation (19%), les sociétés d'investissement (17%), utilities (13%), soins de santé (9%) et autres secteurs (8%).

Brederode résiste mieux que prévu (pour l'instant)

Un groupe bien diversifié

Brederode est une société holding dont les racines remontent à 1804. Le passé de l'entreprise est étroitement lié à l'histoire industrielle et coloniale de la Belgique. Le groupe tire son nom d'une rue qui longe l'arrière du Palais Royal, mais aujourd'hui le siège se trouve au Luxembourg.

Les investissements de Brederode se composent à 70% de fonds à capital-risque qui investissent dans des sociétés non cotées. Les 30% restants sont des actions de sociétés connues. Parmi ces actions figurent le spécialiste des cartes de paiement Mastercard, la société énergétique Iberdrola, les géants du secteur alimentaire (Unilever et Nestlé), le conglomérat de l'électronique Samsung, la société mère de Google (Alphabet) et le producteur de médicaments Novartis.

Le portefeuille total est libellé à 59% en dollars, de sorte qu'il bénéficie d'un avantage lorsque le dollar s'apprécie par rapport à l'euro (comme c'est le cas depuis juin 2021). Le portefeuille d'investissement est également exceptionnellement bien diversifié. Les dix plus grandes participations ne représentent que 28% des investissements. Nous constatons que neuf de ces dix participations sont des fonds à capital-risque. Si l'on considère uniquement les dix plus grandes participations directes dans des sociétés individuelles, les dix premières lignes ne couvrent que 19% de la valeur du portefeuille. Le risque de concentration est beaucoup plus élevé dans la plupart des holdings bruxellois, seule Sofina se rapproche de Brederode (chiffres sources : Brederode).

Aucune catastrophe

Le cours de bourse de Brederode a enregistré une baisse de 30% au cours du premier semestre de cette année (source : Bloomberg). Compte tenu de la forte baisse du titre, nous avons commencé à nous demander si le marché anticipait quelque chose de potentiellement très négatif. L'attente a été longue, mais lors de la publication des résultats le 15 septembre, il n'était pas question de chiffres catastrophiques, mais plutôt d'une modeste baisse.

La valeur de l'actif net (la valeur du portefeuille d'investissement plus les liquidités du bilan et les autres actifs, moins les dettes) se situe à 122,40 EUR par action. Il s'agit d'une diminution de seulement 2,4% par rapport à la fin de l'année dernière et de seulement 1,5% si l'on tient compte de la distribution de capital en mai. La partie du portefeuille en bourse a perdu 19% de sa valeur, mais les fonds en capital-risque ont tenu bon et le renforcement du dollar a apporté un soutien supplémentaire. Il n'y a pas eu de changements significatifs dans la composition du portefeuille d'investissement (source : Brederode).

La valeur nette d'inventaire de 122,40 EUR par action implique une décote de 25%, mais elle reflète la situation au 30 juin. D'après nos calculs, le portefeuille coté s'est stabilisé (-3,7%) depuis lors. Nous ne pouvons pas savoir comment se comportent les fonds en capital-risque. Nous pouvons cependant dire que la décote de Brederode était de 42% à la fin de 2011 et qu'elle a ensuite diminué systématiquement jusqu'à se transformer en une prime de 2% en 2021. La décote de 25% aujourd'hui nous ramène à la situation de 2019.

La fin de l'argent gratuit

Malgré l'effondrement du titre Brederode en bourse cette année, les performances à long terme de la société holding restent impressionnantes. La valeur nette d'inventaire en juin 2022 était 3,70 fois plus élevée que celle de 2012. Au cours de la même période, le titre a été multiplié par cinq en bourse. En comparaison, le BEL 20 n'a progressé que de +65% (sources : Brederode et Bloomberg).

La question la plus importante est de savoir si Brederode peut à nouveau répéter cette performance au cours de la prochaine décennie. La baisse mentionnée précédemment de 1,5% est inhabituelle et pourrait être le signe d'un changement. Nous avons regardé dans tous les rapports depuis 2011 et ce n'est qu'au premier semestre 2020 que la valeur nette d'inventaire par action a baissé (-2,3%). À cette époque, les marchés boursiers ne s'étaient pas encore remis du krach lié à la crise Covid-19.

Au cours des dernières décennies, les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis ont systématiquement baissé : de 15,8% en septembre 1981 à un dérisoire 0,6% en juin 2020. Depuis lors, le taux à 10 ans est remonté sur des niveaux que nous n'avions pas vus depuis plus d'une décennie. Les taux d'intérêt augmentent également en Belgique (source : Bloomberg). L'époque où l'on pouvait emprunter de manière quasi gratuitement est peut-être révolue. Cela pourrait donc avoir un grand impact sur les investissements de Brederode. En effet, la majorité (55%) des capitaux placés dans les fonds à capital-risque (principalement américains) suivent une stratégie nommée de "rachat par effet de levier" : les entreprises sont achetées avec de l'argent emprunté, suivi d'une réorganisation complète de l'entreprise qui améliore (espérons-le) la rentabilité (source chiffres : Brederode). La hausse des taux va-t-elle remettre en question cette stratégie ?

Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 113 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. En l'occurrence, les analystes financiers consultent des sources professionnelles usuelles et reconnues (Bloomberg, Thomson-Reuters, Sungard, Interactive Data-ICE, site internet de l'émetteur sous revue, flux de nouvelles dans la presse, fournisseurs extérieurs d'analyses et de données chiffrées).

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.