

**Louvain School of Management**

# L'analyse fondamentale des actions (métier d'analystes financiers)

Deceuninck

Auteur : Fabio Dioretico

Promoteur : Isabelle Platten

En vue de l'obtention du Master [120] en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

Année académique : 2018-2019

**Résumé :** L'objectif de ce mémoire est de valoriser le groupe Deceuninck au moyen de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) et de l'approche des multiples basés sur les entreprises comparables. Ce rapport contient également une analyse complète de l'entreprise permettant de distinguer ses principaux facteurs-clés de croissance. Le but ultime de ce mémoire est de fournir une recommandation d'achat ou de vente concernant l'action du groupe. En comparant les résultats obtenus au travers de la DCF et de l'approche des multiples, j'obtiens finalement un intervalle de valeur d'entreprise compris entre €444.4m et €488.9m. Cela nous donne un prix cible compris entre €2.40/action et €2.72/action. En conclusion, ce rapport fournit une recommandation d'achat étant donné le prix de €2.02/action au 28 juin 2019 (date de valorisation) ainsi que les perspectives de croissance identifiées dans ce mémoire.

### Remerciements

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce à l'aide et au soutien de plusieurs personnes que je voudrais remercier. Je voudrais tout d'abord remercier mon promoteur, Mme Platten, pour ses conseils précieux ayant contribué à alimenter ma réflexion. Ensuite, je voudrais également témoigner toute ma reconnaissance à mes anciens collègues de stage de KPMG qui ont pris le temps de répondre à mes questions pratiques. Enfin, je tenais à remercier ma famille ainsi que toute personne ayant contribué, de près ou de loin, à l'élaboration de ce mémoire.

## Table des matières

<b>Introduction générale</b>	<b>7</b>
<b>Chapitre 1 : Cadre théorique</b>	<b>2</b>
<b>Section 1 : Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)</b>	<b>2</b>
Sous-section 1 : Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs	2
Sous-section 2 : Prévoir la valeur terminale	3
Sous-section 3 : Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)	3
Sous-section 4 : Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale	5
Sous-section 5 : Réaliser une analyse de sensibilité	6
<b>Section 2 : Méthode des multiples basés sur les entreprises comparables</b>	<b>6</b>
Sous-section 1 : La sélection des entreprises comparables	6
Sous-section 2 : Le recueil d'informations financières historiques et projetées	7
Sous-section 3 : Le calcul et l'analyse des multiples obtenus	7
Sous-section 4 : L'application des multiples	7
<b>Chapitre 2 : Présentation de l'entreprise</b>	<b>8</b>
<b>Section 1 : Aperçu historique</b>	<b>8</b>
<b>Section 2 : Aperçu opérationnel</b>	<b>9</b>
Sous-section 1 : Stratégie de l'entreprise	9
Sous-section 2 : Produits et innovations	10
Sous-section 3 : Processus de production	11
<b>Section 3 : Présence géographique</b>	<b>12</b>
<b>Section 4 : Historique des fusions et acquisitions du groupe</b>	<b>15</b>
<b>Section 5 : Historique du cours de bourse de l'action Deceuninck</b>	<b>18</b>
<b>Section 6 : Facteurs clés de croissance : Écologie et innovation</b>	<b>20</b>
Sous-section 1 : L'intérêt pour l'écologie	20
Sous-section 2 : L'intérêt pour l'innovation	21
<b>Section 7 : Analyse SWOT</b>	<b>23</b>
Sous-section 1 : Forces (Strengths)	23
Sous-section 2 : Faiblesses (Weaknesses)	24
Sous-section 3 : Opportunités (Opportunities)	24
Sous-section 4 : Menaces (Threats)	26
<b>Section 8 : Gouvernance et actionnariat</b>	<b>28</b>
<b>Chapitre 3 : Projections financières</b>	<b>31</b>
<b>Section 1 : Prévision financière du chiffre d'affaire par région</b>	<b>32</b>
Sous-section 1 : Turquie et marché émergents	32
Sous-section 2 : L'Europe de l'Ouest	33
Sous-section 3 : L'Europe de l'Est et l'Europe Centrale	33
Sous-section 4 : L'Amérique du Nord	34
<b>Section 2 : Plan de la dette</b>	<b>35</b>
<b>Section 3 : Hypothèses relatives à l'élaboration du plan d'affaire</b>	<b>38</b>
Sous-section 1 : Prévision des coûts	39
Sous-section 2 : Prévision des dépréciations et amortissements	39
Sous-section 3 : Prévision du résultat financier	39

Sous-section 4 : Prévision des impôts	40
<b>Chapitre 4 : Valorisation</b>	<b>41</b>
<b>Section 1 : Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)</b>	<b>41</b>
Sous-section 1 : Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs pour l'entreprise (FCFF)	41
Sous-section 2 : Prévoir la valeur terminale	48
Sous-section 3 : Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)	49
Sous-section 4 : Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale	52
Sous-section 5 : Réaliser une analyse de sensibilité	53
<b>Section 2 : Méthode des multiples (entreprises comparables)</b>	<b>54</b>
Sous-section 1 : La sélection des entreprises comparables	54
Sous-section 2 : Le recueil d'informations financières historiques et projetées	56
Sous-section 3 : Le calcul et l'analyse des multiples obtenus	56
Sous-section 4 : L'application des multiples	57
<b>Conclusion générale</b>	<b>59</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>60</b>
Livres	60
Rapports	60
Sites internet	60
<b>Annexes</b>	<b>1</b>
Annexe 1 : Bilan prévisionnel (1/2)	1
Annexe 2 : Bilan prévisionnel (2/2)	2
Annexe 3 : Compte de résultat prévisionnel	3
Annexe 4 : Tableau de flux de trésorerie prévisionnel	4
Annexe 5 : �volution du rendement des index majeurs (Rapport public KPMG)	5
Annexe 6 : �volution du rendement des obligations d'état majeures (Rapport public KPMG)	5
Annexe 7 : Modifications liées à la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique de 2018	6

## Liste des tables

Table 1 : Chiffre d'affaire par région géographique .....	12
Table 2 : Évolution des dépenses en Recherche et Développement .....	22
Table 3: Plan d'affaire .....	31
Table 4: Projection financière du Chiffre d'affaire par région (Source : Rapports annuels de l'entreprise, Euroconstruct) .....	32
Table 5: Plan de la dette (Source : Rapports annuels de l'entreprise).....	37
Table 6: Calcul du taux d'intérêt effectif (Source : Rapports annuels de l'entreprise) .....	38
Table 7: Calcul du taux d'intérêt pondéré par la devise (Source : Rapports annuels de l'entreprise) .....	38
Table 8 : Calcul du flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF).....	42
Table 9 : Évolution des investissements (Capex).....	43
Table 10 : Évolution des stocks et commandes en cours d'exécution.....	45
Table 11 : Évolution du délai moyen de paiement client.....	45
Table 12 : Évolution des créances commerciales.....	46
Table 13 : Évolution du délai moyen de paiement fournisseur.....	46
Table 14 : Évolution des dettes fournisseurs.....	47
Table 15 : Récapitulatif des variations du fond de roulement net.....	47
Table 16 : Calcul du WACC - récapitulatif.....	49
Table 17 : Entreprises comparables: "Unlevered beta" et niveau d'endettement.....	50
Table 18 : Récapitulatif de la DCF.....	52
Table 19 : Analyse de sensibilité pour la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres ...	53
Table 20 : "Forward multiples" du groupe de comparables.....	57
Table 21 : Intervalle de valeur d'entreprise pour Deceuninck basée sur la méthode des multiples.....	57

## Liste des graphiques

Graphique 1 : Évolution du chiffre d'affaire et de l'EBITDA du groupe en Turquie et marchés émergents exprimés en millions d'euro (Source : Rapports annuels de l'entreprise).....	17
Graphique 2 : Évolution du cours de bourse de la société(Source : Bloomberg) .....	18
Graphique 3 : Évolution du prix du PVC en Europe (en €/T) (Source : De Tijd) .....	26
Graphique 4 : Évolution de la TRY vs EUR (Source: BCE) .....	26
Graphique 5 : Impact des ouragans Harvey et Irma sur l'évolution du prix des actions de constructeurs de maisons aux États-Unis (Source : Bloomberg) .....	27
Graphique 6 : Structure de l'actionnariat.....	29
Graphique 7 : Évolution de la demande d'achat hypothécaire aux États-Unis (Source : Bloomberg).....	34
Graphique 8 : Évolution du taux hypothécaire à 30 aux États-Unis (Source : Bloomberg) ....	34
Graphique 9 : Évolution du nombre de permis d'urbanisme octroyés aux États-Unis.....	35
Graphique 10 : Évolution des dépenses en investissement (Capex) en €'000.....	43
Graphique 11 : Football field .....	58

## Liste des illustrations

Figure 1 : Processus de production (source: vidéo de célébration des 80 ans de l'entreprise).	12
Figure 2 : Revêtement de terrasse en Twinson proposé par Deceuninck (Source : Bativox) ..	23
Figure 3 : Logo de Jeld Wen Holding (Source: site web de l'entreprise).....	55
Figure 4 : Logo de Arbonia AG (Source: site web de l'entreprise).....	55
Figure 5 : Logo de Quanex building products (Source: site web de l'entreprise) .....	55
Figure 6 : Logo de Inwido AB (Source: site web de l'entreprise).....	55
Figure 7 : Logo de Eurocell Plc. (Source: site web de l'entreprise).....	55

## Liste des annexes

Annexe 1: Bilan prévisionnel (1/2) (Sources: Rapports annuels de l'entreprise).....	1
Annexe 2 : Bilan prévisionnel (2/2) (Sources: Rapports annuels de l'entreprise).....	2
Annexe 3 : Compte de résultat prévisionnel (Sources: Rapports annuels de l'entreprise).....	3
Annexe 4 : Tableau de flux de trésorerie prévisionnel (Sources: Rapports annuels de l'entreprise).....	4
Annexe 5 : Évolution du rendement des index majeurs (Source: Rapport public KPMG).....	5
Annexe 6 : Évolution du rendement des principales obligations d'État (Source: Rapport public KPMG).....	5
Annexe 7 : Modifications liées à la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique de 2018 (Source: Académie fiscale) .....	6

## Introduction générale

Ce mémoire porte sur le métier d'analystes financiers et plus particulièrement sur l'analyse fondamentale des actions. L'objectif consiste à valoriser l'entreprise Deceuninck au moyen de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (DCF) et de l'approche des multiples basés sur les sociétés comparables. Le but ultime de ce rapport est de fournir un intervalle de prix cible pour l'action du groupe Deceuninck afin de suggérer une recommandation d'achat ou de vente.

Étant donné son orientation pratique, ce mémoire s'apparente davantage à un rapport d'analyste. Cependant, le contexte universitaire dans lequel ce rapport a été rédigé requiert un préambule théorique. C'est pourquoi, le premier chapitre de ce mémoire s'attarde sur la théorie soutenant les deux méthodes de valorisation mobilisées.

Ensuite, une présentation complète du groupe Deceuninck a été réalisée afin d'éclairer le lecteur sur l'historique de la société, son activité, ses principaux facteurs-clés de croissance ainsi que la structure de son actionnariat. En outre, une analyse SWOT vient compléter ce chapitre.

Le chapitre suivant présente la projection financière développée dans le but de réaliser les deux méthodes de valorisation. En plus de présenter le plan d'affaire sur cinq ans, cette partie permet au lecteur d'avoir une meilleure compréhension des chiffres projetés au travers de l'explication des hypothèses émises lors de la projection financière.

Enfin, le dernier chapitre développe en détail les deux approches de valorisation mobilisées dans le cadre de ce mémoire. La première section de cette partie détaille les différentes étapes relatives à la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (DCF). La seconde, quant à elle, développe la méthode des multiples basés sur les sociétés comparables. Ces deux approches permettent finalement d'obtenir un intervalle de valeur pour la valeur d'entreprise du groupe Deceuninck à partir duquel le prix cible de l'action a été défini.

Étant donné que la valorisation n'est pas une science exacte, il convient de mentionner que les résultats présentés dans cette analyse sont issus de l'ensemble de mes recherches et reflète donc mon opinion sur la société. En outre, même si les bases de données Bloomberg et Capital IQ ont été mobilisées, il n'y a pas eu de discussion directe avec la direction de l'entreprise.

## Chapitre 1 : Cadre théorique

Étant donné l'orientation pratique de ce mémoire, l'objectif du cadre théorique sera de développer théoriquement les deux méthodes de valorisation utilisées dans le cadre de mon analyse. En outre, cette partie théorique sera complétée par les précautions d'usage généralement mobilisées par les analystes. Ce chapitre, divisé en deux sections, va permettre au lecteur d'avoir une compréhension des méthodologies mobilisées. La première section du cadre théorique s'attarde sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF). Ensuite, la méthode des multiples basés sur les entreprises comparables sera développée théoriquement au travers de la seconde section.

### Section 1 : Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

La méthode DCF permet d'obtenir une estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise. En effet, le but de cette approche est de projeter les flux de trésorerie disponibles sur une période future prédéfinie pour ensuite actualiser leur valeur au moyen du coût du capital de la société. La somme des flux de trésorerie disponibles actualisés nous donnera finalement la valeur de l'entreprise (Gutmann, 2013).

Afin de réaliser une DCF, cinq étapes sont indispensables :

- 1) Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs
- 2) Prévoir la valeur terminale
- 3) Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)
- 4) Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale
- 5) Réaliser une analyse de sensibilité

La suite de cette section développe théoriquement ces différentes étapes tout en expliquant les procédures généralement mobilisées par les analystes.

#### *Sous-section 1 : Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs*

La première étape d'une DCF consiste à prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs sur une période prédéfinie. Généralement, les analystes prennent un horizon de cinq ans pour les

projections financières ; même si cet horizon peut être allongé ou raccourci en fonction du contexte de la valorisation (Gutmann, 2013).

À ce stade-ci, il convient de mentionner la différence entre les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF) et ceux disponibles pour les actionnaires uniquement (FCFE). En effet, le premier type de cash-flow exclut tout impact de la structure de capital de l'entreprise valorisée. Ce type de flux de trésorerie permet d'obtenir le cash disponible pour toutes les parties prenantes de la société ; et ainsi, la valeur de l'entreprise in fine. En revanche, le cash-flow disponible pour les actionnaires uniquement prend en compte la structure de capital de l'entreprise en soustrayant le cash à destination des créanciers. Dès lors, une DCF appliquée sur ce type de cash-flow nous donnera la valeur de marché des fonds propres (Gutmann, 2013).

### *Sous-section 2 : Prévoir la valeur terminale*

Après avoir projeté les flux de trésorerie sur la période de projection considérée, il convient de calculer la valeur terminale de l'entreprise reflétant sa valeur au-delà de l'horizon de projection. Pour ce faire, la méthode de croissance perpétuelle est généralement préconisée par les analystes (modèle de Gordon-Shapiro). Cette méthode se base sur le postulat que les flux de trésorerie disponibles vont croître indéfiniment à un taux de croissance constant. Ce taux de croissance est généralement approximé par le taux d'inflation anticipée ou la croissance attendue du PIB (Gutmann, 2013).

La formule utilisée dans le modèle de Gordon-Shapiro est la suivante (Gutmann, 2013) :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{CF_t * (1 + g)}{r - g}$$

*g = taux de croissance*

*r = taux d'actualisation*

*t = dernière année de la période de projection*

### *Sous-section 3 : Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)*

Afin d'actualiser la valeur des flux de trésorerie futurs ainsi que la valeur terminale, il convient d'estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC) de l'entreprise. Par définition, le WACC représente le taux de rendement attendu par tous les contributeurs au capital de l'entreprise.

Comme son nom l'indique, ce taux est pondéré par la proportion de chaque source de capital mobilisée (Gutmann, 2013).

En supposant l'absence d'action préférentielle, la formule du WACC est la suivante (Gutmann, 2013) :

$$WACC = \left( k_e * \frac{E}{E + D} \right) + \left( k_d * \frac{D}{E + D} * (1 - T) \right)$$

$k_e$  = Coût des fonds propres

$k_d$  = Coût de la dette

$E$  = Valeur de marché des fonds propres

$D$  = Valeur de marché de la dette

$T$  = Taux d'imposition de la société

Je vais maintenant passer en revue les principales considérations lors de l'estimation des différents éléments constituant le coût moyen pondéré du capital.

**Coûts des fonds propres :** Ce coût représente le taux de rendement exigé par les actionnaires de l'entreprise. Pour le calculer, le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) est généralement utilisé par les analystes. Ce modèle est caractérisé par la formule suivante (Gutmann, 2013) :

$$k_e = r_F + (\beta * (r_M - r_F))$$

$k_e$  = Coût des fonds propres

$r_F$  = Taux sans risque

$\beta$  = Beta "endetté" (levered) de l'entreprise

$r_M$  = Taux de rendement attendu sur le marché

Quelques remarques concernant les éléments du CAPM :

- Le taux sans risque reflète le taux de rendement exigé sur un investissement fictif ne possédant pas de risque. Le rendement des obligations d'État sur 10 ans est généralement utilisé par les professionnels pour approximer le taux sans risque (Gutmann, 2013).
- La prime de risque de marché, caractérisé par la différence entre le taux sans risque et le taux de rendement attendu sur le marché, reflète le rendement supplémentaire attendu

pour les investissements en actions (plus risqué). Une analyse de la performance supplémentaire d'un indice par rapport à une obligation d'état est généralement utilisée par les professionnels pour approximer la prime de risque de marché (Gutmann, 2013).

- Enfin, le beta d'une entreprise constitue une mesure de volatilité du rendement de son action par rapport au marché dans son entièreté. Un beta supérieur à 1 signifie que le rendement de l'action varie davantage que le rendement du marché. En revanche, s'il est inférieur à 1, l'action sera considérée comme moins risquée étant donné la variation plus faible de son rendement par rapport au rendement du marché (Investopedia, 2019). Généralement, les analystes approximent le beta d'une entreprise en réalisant une comparaison avec les entreprises comparables (Gutmann, 2013).

**Coût de la dette :** Ce coût représente le rendement attendu par les créanciers de l'entreprise. Plusieurs méthodes sont utilisées par les analystes afin d'estimer ce taux telles que la moyenne pondérée du coût de la dette d'entreprises comparables, l'utilisation des notes financières publiées par les agences de notation ou encore l'estimation basée sur les intérêts payés par l'entreprise sur ses dettes (Gutmann, 2013).

**Structure optimale du capital :** Il s'agit de la dernière composante du WACC. La structure optimale du capital permet de minimiser la coût du capital de l'entreprise. Pour l'estimer, les analystes se basent généralement sur la médiane des entreprises comparables (Gutmann, 2013).

#### *Sous-section 4 : Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale*

L'avant-dernière étape de la méthode DCF consiste à actualiser les cash-flow prévisionnels ainsi que la valeur terminale en utilisant le WACC comme taux d'actualisation. La somme des flux de trésorerie disponibles actualisés constituera la valeur d'entreprise estimée par la méthode DCF. Pour ce faire, la formule suivante est utilisée (Gutmann, 2013):

$$PV = \frac{FCFF_t}{(1 + r)^t}$$

$FCFF_t$  = Flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise

$r$  = taux d'actualisation(WACC)

$t$  = année de l'horizon de projection

### *Sous-section 5 : Réaliser une analyse de sensibilité*

Le principal défaut de la DCF réside dans le fait que ce modèle est très sensible aux différentes hypothèses émises lors de l'estimation des différents éléments (WACC, FCFF, etc.). Afin de palier à ce problème, les analystes réalisent généralement des analyses de sensibilité. Le but de ces analyses est de faire varier des éléments déterminant dans la DCF tels que le WACC et le taux de croissance long-terme. Le résultat de cette analyse permet d'obtenir in fine un intervalle de valeur pour la valeur d'entreprise (Gutmann, 2013).

## Section 2 : Méthode des multiples basés sur les entreprises comparables

La seconde méthodologie mobilisée dans le cadre de ce mémoire est la méthode des multiples basés sur les comparables. L'objectif de cette approche est de valoriser une entreprise en la comparant à d'autres sociétés comparables cotées en bourse. Une série de multiples de valorisation va alors être appliquée pour réaliser la comparaison (Gutmann, 2013).

Cette méthode est composée de 4 grandes étapes :

- 1) La sélection des entreprises comparables
- 2) Le recueil d'informations financières historiques et projetées
- 3) Le calcul et l'analyse des multiples obtenus
- 4) L'application des multiples

Comme pour la méthode DCF, le but de cette section est de comprendre comment les analystes réalisent ce genre de méthode de valorisation. Les sous-sections suivantes vont permettre au lecteur d'avoir une meilleure compréhension des différentes étapes sous-jacentes.

### *Sous-section 1 : La sélection des entreprises comparables*

La première étape consiste à sélectionner les entreprises cotées comparables à la société valorisée. Pour ce faire, les analystes considèrent différents facteurs lors de la sélection. En plus de se retrouver dans la même industrie, les comparables doivent avoir un modèle d'affaire (« business model ») similaire. La présence géographique ainsi que la taille des entreprises constituent également des facteurs significatifs lors de la sélection. Enfin, les perspectives de croissance ainsi que le niveau de risque des sociétés sélectionnées doivent être comparables à l'entreprise valorisée (Gutmann, 2013).

### *Sous-section 2 : Le recueil d'informations financières historiques et projetées*

Une fois les comparables sélectionnés, il convient d'extraire les informations financières relatives aux entreprises à partir d'une base de données. Généralement, les analystes retirent des informations telles que le prix actuel de l'action, des éléments principaux du compte de résultat et du bilan (EBIT, EBITDA, Chiffre d'affaire, etc.). Étant donné que les entreprises sont cotées, les informations financières historiques et projetées peuvent facilement être trouvées (Gutmann, 2013).

### *Sous-section 3 : Le calcul et l'analyse des multiples obtenus*

L'avant-dernière étape consiste à calculer les multiples de valorisation. À ce stade, une distinction doit être faite entre les multiples opérationnels ayant la valeur d'entreprise au numérateur (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT, etc.) et les multiples relatifs aux fonds propres (« Equity multiple ») ayant la valeur de marché des fonds propres au numérateur (P/E, P/BV, PEG ratio, etc.). En outre, il convient également de distinguer les multiples mobilisant des informations historiques au dénominateur (« Trailing multiple ») et ceux utilisant des informations projetées (« Forward multiple ») (Gutmann, 2013).

Une fois les multiples obtenus, il convient de les analyser afin d'exclure les potentiels « outliers ». En effet, les perspectives de croissance, la rentabilité, le niveau de risque ou encore la taille des comparables peuvent expliquer les différences obtenues entre les multiples actuels de l'entreprise valorisée et ceux du groupe de pairs (Gutmann, 2013).

### *Sous-section 4 : L'application des multiples*

La dernière étape consiste à appliquer les multiples retenus pour la valorisation. Dans le cas où le multiple VE/EBITDA a été sélectionné par exemple, les analystes appliquent généralement la médiane du groupe de comparables pour ce multiple. Plus précisément, si l'entreprise valorisée a un EBITDA de €50m et que les comparables sont actuellement valorisées à 5 fois l'EBITDA, la valeur de la société valorisée sera de €250m. En général, plusieurs multiples sont appliqués à l'entreprise valorisée afin d'obtenir un intervalle de valeur (Gutmann, 2013).

## Chapitre 2 : Présentation de l'entreprise

Après avoir débuté en tant que petit acteur sur le marché belge, Deceuninck NV est aujourd'hui devenu un des leaders dans la conception, la production et la commercialisation de systèmes en PVC et aluminium utilisés dans la fabrication de cadres de portes et fenêtres, décorations intérieures, aménagements extérieurs ainsi que bardage et sous toitures. Créée en 1937 et basée à Hooglede-Gits, Belgique, cette entreprise emploie 3 803 équivalents temps plein (au 31 décembre 2018) et opère dans plus de 90 pays. L'entreprise présente aujourd'hui un chiffre d'affaire avoisinant les €700m. Ce groupe possède 36 filiales réparties dans 4 régions géographiques que sont la Turquie et les marchés émergents, l'Europe Occidentale, l'Europe Centrale et l'Europe de l'Est ainsi que les États-Unis. A l'origine entièrement familiale, l'entreprise a été introduite en bourse en 1985. Aujourd'hui, elle est dirigée par son principal actionnaire, Francis Van Eeckhout (28.89%), un entrepreneur belge avec une mentalité pragmatique. Deceuninck accorde une importance toute particulière à la construction de maison durable en s'efforçant de fournir des produits à haut rendement énergétique et entièrement recyclables ; tout en satisfaisant les attentes de ses clients (Deceuninck Group, 2018).

### Section 1 : Aperçu historique

Deceuninck a été fondé en 1937 à Hooglede-Gits en Belgique. Initialement, l'entreprise était active dans la production de boutons et boucles en bakélite. Plus tard, la société s'est tournée vers d'autres activités dans le domaine des matières plastiques ; et en 1960, elle débuta ses activités d'extrusion de profilés de volets roulants. Sept ans plus tard, elle est devenue l'une des premières entreprises de la région à extruder des profilés en PVC (polychlorure de vinyle) pour fenêtres et volets roulants. En 1970, elle ouvre sa première succursale étrangère, Plastibat sarl, en France et, le 11 juin 1985, elle est introduite en bourse (bien que sa taille soit assez limitée : moins de €40m de chiffre d'affaires). Cette introduction en bourse a permis à l'entreprise Deceuninck de se développer et d'étendre ses activités européennes au travers de l'ouverture d'un siège social et d'un entrepôt au Royaume-Uni notamment. En outre, cette IPO a également permis à la société d'entrer dans le marché allemand des profilés en PVC, marché principal pour ce produit en Europe (Encyclopédia.com, 2019). Près de dix ans plus tard, en 1994, elle est devenue pionnière dans le revêtement de profilés de fenêtres. Entre 1995 et 2008, Deceuninck a décidé de renforcer sa présence globale notamment au travers de son expansion aux États-Unis lancée en 1995 et de ses diverses acquisitions dans le monde par la suite. En 2012, le groupe Deceuninck décide de réduire son empreinte écologique en se focalisant sur

l'économie circulaire. Elle procède ainsi à de nombreux investissements afin de développer son système de recyclage (Deceuninck, 2017). En février 2019, Deceuninck annonce la mise en service de sa nouvelle installation de recyclage à Dixmude (Belgique) lui permettant d'augmenter sa capacité de recyclage (45 000 tonnes de PVC par an) (Deceuninck Group, 2018). Selon les estimations de VinylPlus, pour chaque kg de PVC recyclé, 2kg de CO<sub>2</sub> sont économisés. Ainsi, grâce à cet investissement, Deceuninck sera capable d'économiser 90 000 tonnes de CO<sub>2</sub> par an à terme (Deceuninck, 2019).

## Section 2 : Aperçu opérationnel

L'objectif de cette section est de passer en revue l'aspect opérationnel de l'entreprise au travers de sa stratégie, ses produits ainsi que son processus de production. Ces éléments vont nous permettre non seulement d'avoir une meilleure compréhension de l'activité du groupe Deceuninck mais aussi de mieux comprendre la stratégie et les objectifs visés par le groupe.

### *Sous-section 1 : Stratégie de l'entreprise*

En accord avec leur ambition de contribuer à la construction de maisons durables, la mission de Deceuninck consiste à fournir la meilleure qualité de produits et services à leurs clients en concevant des produits à haut rendement thermique et entièrement recyclables. Pour ce faire, l'entreprise s'appuie sur une équipe ultra-performante ainsi que de solides flux de trésorerie disponibles. Leur stratégie s'articule autour de trois piliers principaux : l'innovation, l'écologie et le design (Deceuninck Group, 2018).

### **Innovation**

L'innovation est au cœur du business de Deceuninck. En effet, ils sont en recherche constante de nouvelles technologies leur permettant de développer un avantage concurrentiel. A titre d'exemple, nous pouvons mentionner leur technologie Linktrusion qui leur a permis, au travers de leur gamme de profilés Zendow#neo, de remporter le prix « G18 product of the Year » récompensant le produit de l'année dans l'industrie du vitrage (Glass on Web, 2018).

### **Ecologie**

L'investissement dans leurs technologies d'extrusion, et plus particulièrement dans leurs usines de recyclage, constitue un élément important au sein de leur stratégie. Le but étant de satisfaire

leurs ambitions de développement durable en suivant les principes de l'économie circulaire afin de boucler la boucle et de réutiliser l'entièreté des déchets matériels (Deceuninck Group, 2018).

## **Design**

Au-delà du développement des technologies et de leurs investissements dans leurs usines de recyclage, Deceuninck accorde une importance tout particulière au design. En effet, l'introduction de nouveaux designs et de nouvelles couleurs dans le développement de leurs produits est devenu un objectif à part entière (Deceuninck Group, 2018).

### *Sous-section 2 : Produits et innovations*

Parmi les solutions proposées par Deceuninck, nous retrouvons principalement quatre gammes de produits : Fenêtres et portes (PVC et aluminium), aménagement extérieur, bardage et sous-toitures, et décoration intérieure (Deceuninck, 2019).

Tout d'abord, la conception, la production et la commercialisation de cadres de fenêtres et portes en PVC constituent l'activité principale du groupe, représentant environ 90% du chiffre d'affaire consolidé. Les portes, fenêtres et portes coulissantes en PVC présentent un excellent rendement énergétique ainsi qu'une solidité renforcée grâce à la technologie Linktrusion. Cette technologie, brevetée par Deceuninck, combine les caractéristiques et les performances de matériaux neufs et traditionnels (fils d'acier, mousse solides et fibres de verre) afin d'obtenir une solution adaptée au besoin spécifique du client. Ce procédé permet non seulement à l'entreprise d'améliorer l'isolation et la solidité de ses profilés mais aussi de réduire son empreinte écologique de par la durabilité et le caractère 100% recyclable de ses produits. Depuis peu, l'entreprise se diversifie en proposant des cadres de portes et fenêtres en aluminium afin de satisfaire les besoins du marché. De plus, Deceuninck propose également une large gamme de volets destinée à répondre aux attentes des marchés régionaux (Deceuninck, 2019).

Ensuite, l'entreprise offre également des solutions pour l'aménagement extérieur au travers de terrasses ou écrans de jardin. Le groupe se distingue par l'utilisation d'un matériau unique : Twinson. Il s'agit d'un matériau composite combinant les avantages du bois et du PVC. En effet, grâce à ce matériau, les terrasses ou écrans de jardin bénéficient à la fois de l'aspect naturel et de la chaleur du bois ainsi que de la durabilité et la facilité d'entretien du PVC. Le

matériau Twinson est 100% recyclable et est certifié PEFC<sup>1</sup> étant donné que le bois provient uniquement de forêt à gestion durable (Deceuninck, 2019).

De plus, Deceuninck propose une série de systèmes en PVC et en Twinson pour le revêtement de façade et les sous-toitures.

En ce qui concerne le revêtement de façade, le groupe offre deux gammes de produits : les planches de bardage standard (en PVC) et les planches de bardage premium (en PVC ou en Twinson). Ces différents types de bardage diffèrent par le matériau utilisé ainsi que la technique de fabrication et le choix de couleurs. Ils sont utilisés afin de renforcer l'isolation des habitations dans l'optique de les rendre plus durables et de réduire la consommation énergétique (Deceuninck, 2019).

En tant qu'acteur principal dans le domaine des profilés en PVC, Deceuninck offre toute une gamme d'habillage de chéneaux, de sous-toitures et de rives de toitures en PVC et Twinson. L'objectif de ce panel de produits étant d'assurer la finition précise dans les coins les plus difficiles à atteindre (Deceuninck, 2019).

Enfin, la gamme de décoration intérieure vient compléter l'offre du groupe en fournissant principalement des lambris pour murs et plafonds ainsi que des appuis de fenêtres en PVC (Deceuninck, 2019).

### *Sous-section 3 : Processus de production*

Afin de produire ses profilés en PVC (et depuis peu en aluminium) pour portes et fenêtres, l'entreprise Deceuninck mélange la résine de PVC avec les additifs. Après avoir réchauffé le mélange, la mixture passe au travers de ses machines d'extrusion afin d'obtenir le profilé recherché. Enfin, sur base de la demande du client, on applique un enduit ou une pellicule de la couleur désirée avant de procéder aux dernières finitions. Le produit fini est ensuite assemblé par les clients de Deceuninck avant d'être installé dans le bâtiment du client final (Kepler-Chevreaux, 2018).

---

<sup>1</sup> Certificat PEFC : certification garantissant que le nombre d'arbres abattus n'excède pas celui d'arbres plantés et que la biodiversité est conservée. La PEFC (Program for the Endorsement of Forest Certification) est une asbl visant la gestion forestière durable. (Deceuninck, 2019)

Cependant, il convient de mentionner que l'entreprise Deceuninck ne produit pas de portes ou fenêtres elle-même. En revanche, elle s'assure de livrer les cadres de portes et fenêtres aux distributeurs qui vont alors assembler la porte/fenêtre avant d'aller l'installer chez le client final. La qualité du profilé étant une caractéristique déterminante dans le choix d'une porte/fenêtre, les clients de Deceuninck vendent leurs systèmes sous la marque « Deceuninck » (KBC, 2019 & Winfera, 2019).

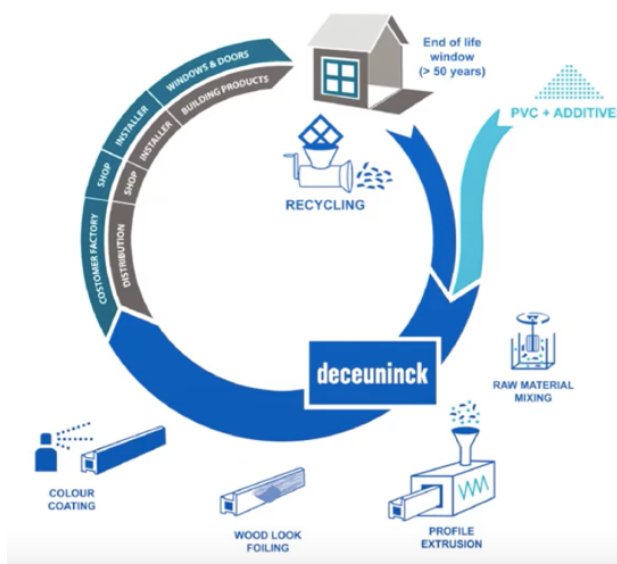


Figure 1 : Processus de production (source: vidéo de célébration des 80 ans de l'entreprise)

### Section 3 : Présence géographique

Comme évoqué précédemment, le groupe Deceuninck répartit ses activités sur quatre grandes régions géographiques que sont : la Turquie et les marchés émergents, l'Europe de l'Ouest, l'Europe Centrale et l'Europe de l'Est et l'Amérique du Nord. L'entreprise est active dans plus de 90 pays à travers le globe. Le groupe dispose de sites de production dans 13 pays différents (principalement en Europe). De plus, on retrouve des centres de distribution et des points de vente Deceuninck partout dans le monde à l'exception du continent africain (Deceuninck Group, 2018).

% Chiffre d'affaire	TOTAL	Europe de l'Ouest	Europe Centrale et Europe de l'Est	Turquie et marchés émergents	Amérique du Nord
<b>Chiffre d'affaire en 2017 (en € million)</b>	<b>687.2</b>	<b>171.1</b>	<b>163.4</b>	<b>223.6</b>	<b>129.1</b>
Volume	(0.3%)	1.3%	(4.4%)	(7.9%)	5.4%
Taux de change	(10.9%)	(0.2%)	(1.5%)	(29.7%)	(4.5%)
Autres (prix et mix)	9.4%	3.4%	3.6%	29.1%	0.8%
<b>TOTAL</b>	<b>(1.8%)</b>	<b>4.5%</b>	<b>(2.3%)</b>	<b>(8.5%)</b>	<b>1.7%</b>
<b>Chiffre d'affaire en 2018 (en € million)</b>	<b>674.2</b>	<b>178.8</b>	<b>159.6</b>	<b>204.5</b>	<b>131.3</b>

Source: Rapport annuel de l'entreprise

Table 1 : Chiffre d'affaire par région géographique

Comme le démontre la table ci-dessus (Table 1), le chiffre d'affaire consolidé a diminué d'1.8% par rapport à 2017 pour atteindre €674.2m. On observe que la croissance en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord a été contrebalancée par la Turquie avec ses conditions de marché difficiles en 2018.

La Turquie et les marchés émergents représentent le moteur crucial de croissance de Deceuninck au cours de ces dernières années. En effet, aux termes de diverses acquisitions et investissements débutés dans les années 2000, ce marché représente aujourd'hui 30.3% du chiffre d'affaire. Depuis 2015, cette région a été marquée par une croissance du volume de vente importante principalement due à l'intégration réussie de Pimas ainsi qu'à la croissance organique au sein des marchés émergents tels que le Chili ou encore le Brésil. Cependant, les conditions de marché défavorables en Turquie durant le second semestre de 2018 ont fortement impacté les résultats de cette région. En effet, la diminution de 8.5% du chiffre d'affaire est principalement due à la dépréciation de la livre turque (pour laquelle le groupe ne s'est pas totalement couvert) ainsi qu'une érosion du volume de vente due à la situation difficile du pays. Cependant, les augmentations de prix et de parts de marchés sont venues compenser en partie les résultats négatifs. En effet, avec ces usines de fabrication à la pointe de la technologie, le groupe a su renforcer la position de la Turquie en tant que pôle exportateur vers les autres marchés émergents ; en profitant notamment de la dévaluation de la devise turque (Kepler-Chevreaux, 2018). D'autre part, la croissance solide des ventes dans les autres pays émergents (principalement le Chili, la Colombie et le Brésil) a également compensé l'impact négatif de la crise turque (Deceuninck Group, 2018).

L'Europe de l'Ouest représente le second marché le plus important en terme de vente pour Deceuninck puisque cette région constitue 26.5% du chiffre d'affaire consolidé. Ces dernières années, ce marché a été caractérisé par une alternance de cycles de croissance et de baisse du volume de vente menant à une évolution moyenne du volume de vente quasi nulle (-0.1%) sur la période 2015-2018. En comparaison avec l'année 2017, on observe une augmentation des ventes de 4.5% grâce notamment au développement des activités dans certains pays et à l'augmentation des prix nécessaire pour lutter contre la hausse du coût des matières premières. Dans l'ensemble, la croissance reste stable en Europe de l'Ouest (Deceuninck Group, 2018).

La région de l'Europe de l'Est et de l'Europe Centrale, représentant 23.7% au 31 décembre 2018, a été impactée par la contraction de la demande dans le marché russe depuis 2015 ainsi que l'élimination progressive de produits à faible marge au cours de ces dernières années. En 2018, on a observé une diminution du volume de vente de 4.4% ainsi que la dépréciation du rouble russe (-12%). Le groupe a décidé d'augmenter les prix dans ces régions pour tenter de

compenser, au moins partiellement, l'impact de l'inflation et de l'augmentation du coût des matières premières (Deceuninck Group, 2018).

Enfin, l'Amérique du Nord, second moteur de croissance du groupe, a témoigné d'une croissance moyenne du volume de vente de 7.8% depuis 2015. Les efforts importants du groupe Deceuninck pour développer leurs activités au sein de cette région ont permis d'augmenter le volume de vente au cours de ces dernières années. En 2018, ce marché a été caractérisé par une augmentation importante du volume (5.4%) dû au développement des activités et à l'élargissement de la clientèle. Cependant, l'affaiblissement du dollar américain (-4.5%) est venu compenser cette augmentation des ventes (Deceuninck Group, 2018).

### **Politique de couverture du risque lié au taux de change**

Étant donné l'impact important de l'évolution des taux de change pour une entreprise active à l'international telle que Deceuninck, il convient d'analyser la politique de couverture de la société au niveau des taux de change. Comme évoqué dans leurs rapports annuels, les risques liés aux taux de change peuvent être catégorisés selon deux types : le risque de conversion et le risque de change transactionnel (Deceuninck Group, 2018).

Le risque de conversion fait référence à la conversion des chiffres financiers de filiales en dehors de la zone Euro dans la devise du groupe (EUR). Aucune politique de couverture n'a été mise en place par le groupe Deceuninck concernant ce risque (Deceuninck Group, 2018).

En revanche, le risque de change transactionnel, faisant référence aux transactions réalisées par les entités du groupe dans une devise différente de leur propre monnaie fonctionnelle, est bel et bien couvert. À titre d'exemple, nous pouvons considérer la filiale turque Ege Profil réalisant des achats en matières premières en EUR ou USD. Afin de couvrir au mieux ce risque, le groupe utilise principalement le « natural hedging » en contrebalançant les dépenses dans une devise par des revenus dans la même monnaie. Le risque restant, après optimisation du « natural hedging », est quant à lui couvert par des instruments financiers tels que des contrats de change à terme sur trois mois (« FX forward contracts ») permettant de fixer le taux de change sur cette période (Deceuninck Group, 2018).

Étant donné que l'impact négatif de la crise turque sur les résultats de l'entreprise résulte du risque de conversion pour lequel le groupe n'est pas couvert, on observe bel et bien une diminution du chiffre d'affaire sur le marché turque en partie compensée par la croissance des exportations ainsi que du volume de vente dans les marchés émergents.

#### Section 4 : Historique des fusions et acquisitions du groupe

Afin de devenir un groupe aussi développé internationalement, l'entreprise Deceuninck a du constamment générer de la croissance au fil du temps. Pour ce faire, le groupe a principalement misé sur la croissance interne. Par définition, ce type de développement organique résulte de l'expansion des activités propres à l'entreprise au moyen de ses propres ressources ; sans mobiliser de fusions ou acquisitions (InvestorWords, 2019). Même si la croissance organique du groupe a joué un rôle déterminant dans son développement, l'entreprise Deceuninck a également réalisé quelques fusions et acquisitions en Allemagne mais surtout en Turquie. En effet, le développement rapide de Deceuninck en Turquie depuis les années 2000 est principalement dû aux fusions et acquisitions réalisées dans le pays. Au travers de cette sous-section, je vais passer en revue les différentes transactions menées par le groupe Deceuninck afin d'avoir une meilleure compréhension du rôle des fusions et acquisitions réalisées par l'entreprise sur son développement.

Comme je l'ai mentionné dans l'introduction ci-dessus, le groupe Deceuninck a réalisé une acquisition en Allemagne en 2003. La société avait acquis les activités d'extrusion de PVC de l'entreprise allemande ThyssenKrupp Technologies (Thyssen Polymer). Grâce aux sites de production de l'entreprise cible en Allemagne et aux États-Unis, le groupe Deceuninck a pu augmenter sa capacité d'extrusion de 86,000 tonnes/an. Selon la base de données Mergermarket<sup>1</sup>, l'alignement stratégique des deux entités (orientation client, technologie d'extrusion de qualité, etc.) ainsi que la complémentarité de leurs régions géographiques ont favorisé la réalisation de cette transaction. Concernant les détails financiers de l'acquisition, ces derniers n'ont pas été rendus publics. Cependant, les synergies attendues suite à cette acquisition ne sont pas réalisées étant donné les mauvais résultats du groupe qui ont suivi cette transaction (De Tijd, 2017). En outre, la croissance en Allemagne (et plus généralement en Europe Centrale) est restée mitigée au fil des années dû à un environnement difficile. Une

---

<sup>1</sup> Lors de mon stage chez KPMG, j'ai eu accès à cette base de données reprenant le détail des différentes transactions de fusions et acquisitions.

diminution du volume de vente 4.4% a récemment été observée en 2018 pour la région de l'Europe Centrale et Europe de l'Ouest (Deceuninck Group, 2018 & Kepler-Chevreur, 2018).

En revanche, les opérations de fusions et acquisitions sur le marché turque ont été davantage fructueuses. Aujourd'hui, la Turquie représente le plus grand marché pour le groupe Deceuninck suite aux trois principales acquisitions réalisées : Ege Profil, Winsa et Pimas (Kepler-Chevreur, 2018).

Au début des années 2000, le groupe Deceuninck a annoncé l'acquisition d'une participation à hauteur de 50.1% en Ege Profil qui jouissait d'une part de marché d'environ 10%. En avril 2001, le groupe a décidé d'augmenter sa participation dans l'entreprise turque pour atteindre 86.9% (Kepler-Chevreur, 2018). Cependant, les détails financiers de l'opération n'ont pas été divulgués sur la base de données Mergermarket.

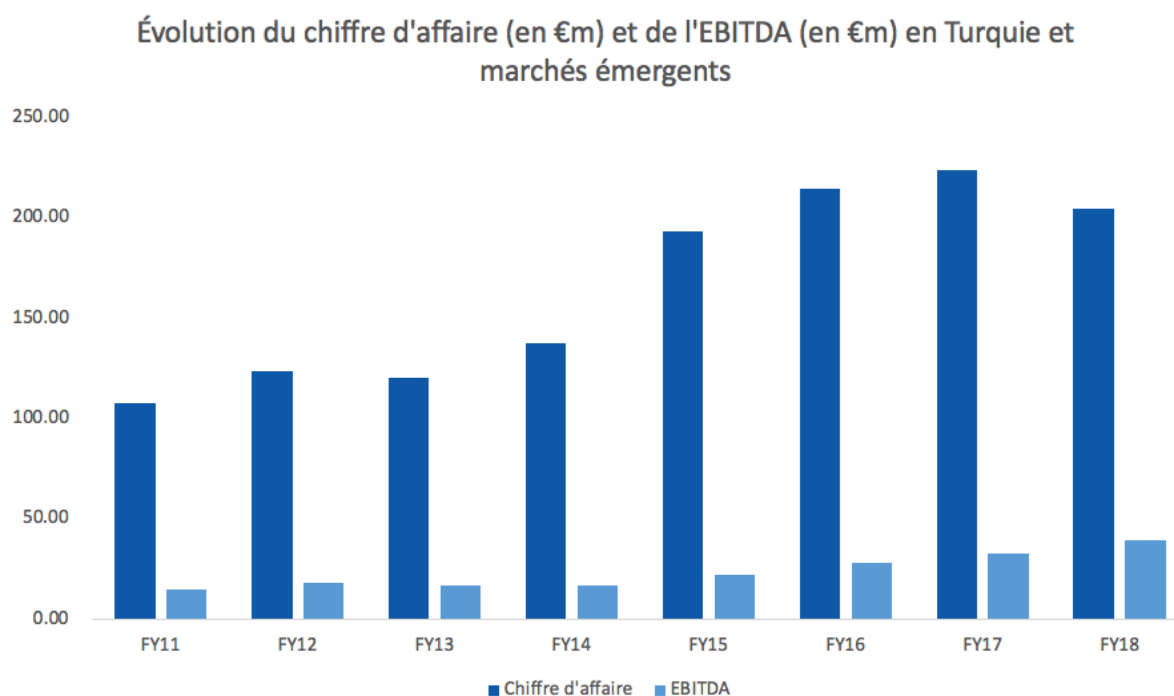
Trois ans plus tard, en octobre 2004, l'entreprise Turque Winsa (haut de gamme pour les châssis de fenêtres en PVC) a été acquise par le groupe Deceuninck. Grâce à cette transaction d'une valeur de €8m, Ege Profil (la nouvelle filiale turque de Deceuninck à l'époque) est devenue le numéro 1 sur le marché domestique pour les systèmes en PVC pour portes et fenêtres (Kepler-Chevreur, 2018).

Enfin la troisième et dernière acquisition dans le marché turque eut lieu en août 2014. Le groupe Deceuninck avait annoncé l'acquisition d'une participation de 81.23% en Pimas. Cette transaction était en quelque sorte la cerise sur le gâteau puisque Pimas était le pionnier dans les fenêtres en PVC sur le marché turque et disposait d'une des marques les plus reconnues en termes de qualité dans le pays (Pimapen). En outre, Pimas disposait de 1,200 points de vente dans le pays. Selon la base de données Mergermarket, l'entreprise Deceuninck a déboursé TRY57.7m, soit environ €25m pour une participation de 81.2% avec possibilité d'accroître ce pourcentage plus tard. En octobre 2014, Deceuninck a finalement décidé d'acquérir les parts minoritaires restantes (18.76%) (Kepler-Chevreur, 2018). Il convient également de mentionner que pour financer cette acquisition, le groupe Deceuninck a procédé à une augmentation de capital de €50m (Kepler-Chevreur, 2018).

En considérant ces trois acquisitions, le groupe Deceuninck disposait maintenant de marques locales fortes (EgePen, Winsa et Pimapen) ainsi que d'un réseau de distribution solide avec

environ 3,000 points de vente en Turquie. Ces transactions ont permis à l'entreprise de détenir une part de marché estimée entre 25% et 30% sur le marché turque. En outre, ce marché s'est également développé au fil du temps pour devenir le second marché Européen de PVC avec un volume annuel de 325,000 tonnes de plastique (Kepler-Cheuvreux, 2018).

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du chiffre d'affaire et de l'EBITDA du groupe suite aux acquisitions :



*Graphique 1 : Évolution du chiffre d'affaire et de l'EBITDA du groupe en Turquie et marchés émergents exprimés en millions d'euro (Source : Rapports annuels de l'entreprise)*

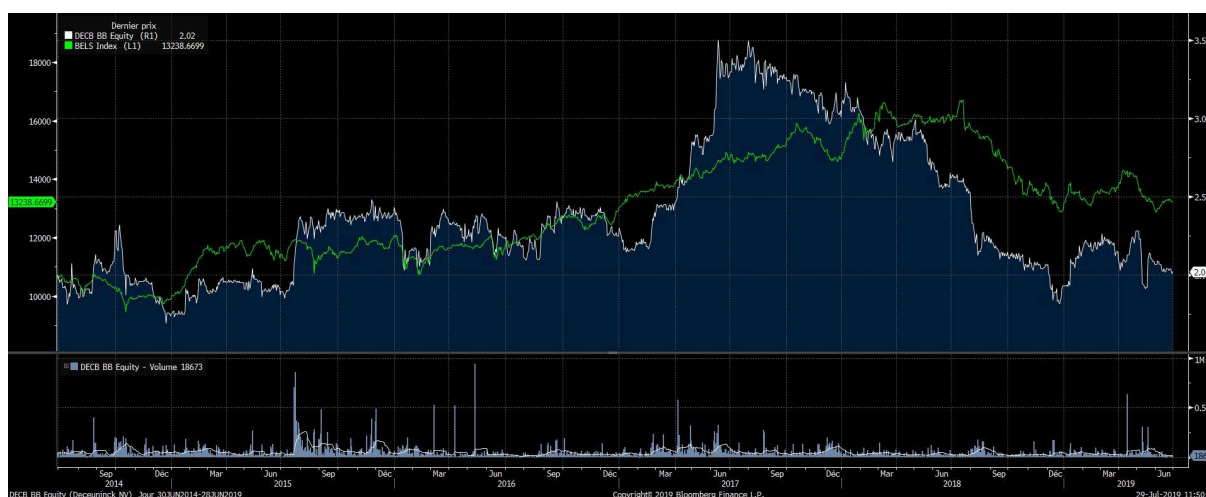
Enfin, étant donné la croissance récente des parts de marché de l'aluminium dans les profilés pour fenêtres et portes, le groupe Deceuninck s'est lancé dans un projet commun (« Joint-Venture ») avec l'entreprise polonaise So Easy System en janvier 2019. Selon la base de données Mergermarket, l'accord avec cette entreprise polonaise, active dans la conception et le développement de systèmes pour fenêtres en aluminium, a pour but de commercialiser des cadres de fenêtres en aluminium en Europe de l'Est.

Maintenant que nous avons une meilleure compréhension de l'historique des fusions et acquisitions réalisées par le groupe Deceuninck au cours de ces dernières années, on peut observer que la croissance externe a joué un rôle primordial dans le développement de

l'entreprise à l'international. Cette importance est plus fortement marquée pour le marché turque. En effet, le groupe est entré dans ce marché au travers de l'acquisition d'une participation majoritaire en Ege Profil au début des années 2000 pour détenir aujourd'hui une part de marché estimée entre 25% et 30%. En outre, les opérations de fusions et acquisitions ont également permis à l'entreprise de se différencier. L'accord récent avec l'entreprise polonaise pour commercialiser des châssis de fenêtres en aluminium en est un parfait exemple. Cependant, même si cette croissance externe a été fondamentale dans le développement du groupe en Turquie, il convient de mentionner que la croissance organique reste le principal moteur du développement de l'entreprise Deceuninck.

### Section 5 : Historique du cours de bourse de l'action Deceuninck

L'objectif de cette section est d'observer le comportement du titre au cours des cinq dernières années. Les événements-clés ayant fortement impacté le cours de bourse vont être mis en évidence tout au long de cette section. Étant donné que l'action du groupe Deceuninck fait partie du Bel Small Index, les performances du groupe ont été comparées à celle de l'index dans le graphe du cours de bourse ci-dessous<sup>1</sup> :



Graphique 2 : Évolution du cours de bourse de la société (Source : Bloomberg)

Comme le démontre le graphe du cours de bourse, le prix de l'action du groupe Deceuninck a varié entre €1.69/action (19/12/14) et €3.50/action (13/06/17) au cours de ces cinq dernières années. La moyenne au cours de cette période s'établit à €2.37/action et l'action se négocie

<sup>1</sup> La ligne verte reflète l'évolution du Bel Small Index sur les cinq dernières années. La ligne blanche, quant à elle, illustre l'évolution du cours de bourse de Deceuninck.

aujourd'hui à €2.02/action (28/06/19). À moyen-terme, on peut observer que les performances du groupe Deceuninck ont évolué de manière similaire à celles du Bel Small Index jusqu'à la crise turque. En effet, à partir du second semestre de 2018, on observe une diminution plus importante du cours de bourse de Deceuninck.

Au regard de ce graphe, trois événements-clés ayant fortement impacté le cours de bourse peuvent être identifiés.

Tout d'abord, une hausse importante a pu être observée au mois de juillet 2015. Le cours s'est apprécié d'environ 20% en dix jours pour atteindre €2.36/action au 30 juillet 2015. Cette augmentation fait suite à la publication des résultats semestriels pour l'année 2015. En effet, ces derniers étaient particulièrement positifs avec une augmentation des ventes de 53% pour la Turquie et marchés émergents. Cette hausse du niveau de vente était principalement due à l'acquisition de Pimas réalisée en août 2014 (voir Section 4 : Historique des fusions et acquisitions du groupe). De plus, une augmentation des ventes de 42.4% a également été observée aux États-Unis suite aux conditions macroéconomiques favorables ainsi qu'aux efforts du groupe pour développer leur activité dans cette région (Deceuninck Group, 2015).

Ensuite, une seconde hausse significative du cours de bourse a été observée entre février 2017 et juin 2017 où le prix de l'action s'est apprécié de 61.5% pour atteindre €3.50/action (pic sur la période considérée). La croissance des ventes aux États-Unis (+15.2%) et en Europe Centrale (+6.2%) due au développement de l'activité du groupe dans ces régions a permis l'amélioration des résultats semestriels de 2017. En outre, différents projets stratégiques ont été finalisés au cours du premier semestre 2017 tels que l'implémentation du nouveau système SAP en Europe de l'Ouest ainsi que le transfert vers la nouvelle usine à Menemen en Turquie (Deceuninck Group, 2017).

Enfin, comme nous l'avons déjà mentionné plus haut, la dépréciation de la livre turque a fortement impacté le groupe Deceuninck en 2018. Le graphe du cours de bourse illustre la chute du prix de l'action avec une dépréciation du titre d'environ 30% entre août 2018 et décembre 2018.

## Section 6 : Facteurs clés de croissance : Écologie et innovation

Comme évoqué dans la section relative à la stratégie de Deceuninck, le groupe accorde une importance particulière à l'écologie et à l'innovation. L'objectif de cette section est d'éclairer le lecteur à propos des facteurs clés de croissance du groupe Deceuninck.

### *Sous-section 1 : L'intérêt pour l'écologie*

L'intérêt pour l'écologie peut s'avérer être un facteur-clé pour l'entreprise. En effet, dans ce contexte actuel de lutte pour l'environnement, l'industrie du plastique a essuyé de nombreuses critiques relatives aux effets supposés des plastiques sur la santé et l'environnement (PlasticsEurope, 2018). Au travers de ses investissements visant à réduire son impact sur la planète ainsi que ses efforts de communication sur ses initiatives écologiques, l'entreprise Deceuninck dispose d'un avantage non négligeable.

Le groupe a une réelle ambition de développer ses activités conformément au principe de l'économie circulaire. Plus précisément, le but de l'entreprise est de rendre les produits en PVC 100% recyclables afin de réutiliser les châssis en fin de vie dans la production de nouveaux profilés. En 2018, 12% des besoins totaux en composés étaient assurés par le recyclage de produits en fin de vie ; ce qui excède largement l'objectif de 10% fixé pour cette année-là. En outre, une meilleure gestion des déchets fait également partie intégrante des ambitions du groupe Deceuninck (Deceuninck Group, 2018).

En termes de recyclage, l'objectif pour le groupe en 2019 est de recycler 25,000 tonnes de déchets post-industriels. Au cours de cette année, l'entreprise est parvenue à recycler 21,600 tonnes et l'ouverture de la nouvelle usine de recyclage à Dixmude (BE) va certainement permettre au groupe d'atteindre son objectif cette année. En effet, cette nouvelle usine a permis au groupe d'augmenter sa capacité de recyclage pour atteindre 45,000 tonnes. Grâce à cet investissement, le groupe Deceuninck devient l'un des plus grands recycleurs de PVC en Europe de l'Ouest (Deceuninck Group, 2018).

L'utilisation du PVC pour les profilés de portes et fenêtres va continuer de croître au cours des prochaines années étant donné les bonnes performances énergétiques liées à ce matériau, son prix ainsi que ses possibilités de recyclage illimitées. Le PVC, avec une durée de vie de 35 ans

et la possibilité d'être recyclé jusqu'à dix fois sans perte de propriétés mécaniques, peut atteindre un cycle de vie potentiel de 350 ans. S'assurer de la recyclabilité et de la réutilisation de ce matériau pourrait donc constituer un avantage concurrentiel significatif ; et le groupe Deceuninck souhaite clairement saisir cette opportunité au travers de ses différents investissements (Deceuninck Group, 2018).

Suite à son intérêt particulier pour l'écologie, le groupe Deceuninck s'est vu attribué plusieurs labels de confiance récompensant les investissements dans le développement durable. À titre d'exemple, nous pouvons mentionner le label VinylPlus® obtenu en 2018. Ce certificat représente l'un des plus importants signes de qualité pour les profilés en PVC destinés à l'industrie de la construction. Ce type d'accréditation certifie que les produits (ainsi que leurs processus de fabrication) respectent les standards de qualité, de performance et de durabilité les plus strictes. En outre, le groupe Deceuninck continue d'être l'unique entreprise active dans l'extrusion à se voir attribuer la « Green Circle Certification » aux États-Unis. Cette certification démontre l'intérêt et les investissements du groupe dans le recyclage de matériaux en fin de vie (Deceuninck Group, 2018).

Enfin, le groupe investit également dans les énergies renouvelables en installant des panneaux photovoltaïques sur le toit de plusieurs de leurs usines : Gits (Belgique), Menemen (Turquie), Kartepe (Turquie) (Deceuninck Group, 2018).

En conclusion, l'intérêt du groupe pour l'écologie constitue un facteur-clé de croissance. Ses ambitions en termes de recyclages, de gestion de déchets et d'investissements dans les énergies renouvelables lui ont valu de nombreuses certifications. Ces dernières peuvent à leur tour permettre au groupe d'augmenter sa clientèle dans un contexte où les standards de qualité, de performance et de durabilité deviennent toujours plus strictes.

### *Sous-section 2 : L'intérêt pour l'innovation*

Le second moteur de croissance pour le groupe Deceuninck réside dans son intérêt particulier pour l'innovation. En effet, les investissements continus dans la recherche permettent au groupe de rester à la pointe de la technologie.

La table ci-dessous illustre l'évolution des dépenses en recherche et développement au cours de ces cinq dernières années :

<b>Évolution des investissements en Recherche et Développement</b>					
<b>En €'000</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15</b>	<b>FY16</b>	<b>FY17</b>	<b>FY18</b>
Dépenses en R&D	(6 707)	(7 643)	(8 034)	(8 267)	(7 977)
Dépenses en R&D en % du CA	1.21%	1.19%	1.20%	1.20%	1.18%

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 2 : Évolution des dépenses en Recherche et Développement

Afin de garder une longueur d'avance sur la concurrence, le groupe Deceuninck investit environ €8m chaque année ; soit 1.2% du chiffre d'affaire (Deceuninck Group, 2018).

Ces dépenses ont permis à l'entreprise de développer de nouvelles technologies qui lui ont valu des récompenses comme la technologie Linktrusion, évoquée précédemment dans la description des produits et innovations du groupe. Sa première utilisation fut pour la gamme de châssis de portes et fenêtres Zendow#neo pour laquelle Deceuninck s'est vu attribué la récompense du produit de l'année à la cérémonie G18 au Royaume-Uni. Grâce à cette technologie, le groupe est capable de fournir des profilés plus solides, plus isolants et recyclables entièrement (Deceuninck Group, 2018). Cette innovation a été introduite en premier par Deceuninck et reste aujourd'hui très innovante (Kepler-Chevreaux, 2018).

En outre, Storbox 2.0, le nouveau système pour volets roulants du groupe Deceuninck est devenu la référence sur le marché des volets roulants en PVC. En plus de ses performances thermiques et acoustiques de qualité, la technologie permettant de fabriquer ces systèmes a été développée de sorte à optimiser l'assemblage du produit. Cette technologie est unique, brevetée et a été récompensée du prix de l'innovation par Equip'baie, un salon réunissant les professionnels de la construction à Paris (Deceuninck Group, 2018).

Enfin, le Twinson est un matériau de construction développé par Deceuninck. Ce matériau allie l'aspect naturel et la chaleur du bois à la facilité d'entretien et la durabilité du PVC. Il est souvent utilisé pour les revêtements de terrasses proposés par Deceuninck. L'image ci-contre illustre un exemple de lame de terrasse en Twinson proposé par l'entreprise. En plus de la combinaison du bois et de PVC, ce matériau est également entièrement recyclable. Le Twinson est également certifié PEFC ; ce qui signifie que le bois contenu dans ce matériau provient de forêt à gestion durable (Deceuninck Group, 2018).



Figure 2 : Revêtement de terrasse en Twinson proposé par Deceuninck (Source : Bativox)

En conclusion, au-delà de leur intérêt pour l'écologie, le groupe Deceuninck se distingue également par sa passion pour l'innovation. Leurs investissements constants dans les nouvelles technologies leur permettent de garder une longueur d'avance sur la concurrence. En outre, le fait de breveter leur technologie leur permet de maintenir cet avantage concurrentiel sur la durée. Enfin, les différents prix reçus pour leurs innovations permettent au groupe Deceuninck de renforcer son image de leader innovant mais aussi d'accroître sa visibilité.

## Section 7 : Analyse SWOT

Afin d'avoir une meilleure compréhension du secteur de l'entreprise ainsi que de sa place au sein de son environnement, il convient de réaliser une analyse SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) détaillée. Cet outil va nous permettre de mieux comprendre les forces et faiblesses interne du groupe Deceuninck au regard des opportunités et menaces générées par son environnement externe.

### *Sous-section 1 : Forces (Strengths)*

Leurs technologies, découlant directement de leur attention particulière à l'innovation, constituent l'une de leurs principales forces. Comme évoqué précédemment, le groupe a été récompensé à plusieurs reprises pour leurs avancées technologiques. À titre d'exemple, la technologie Linktrusion leur a valu la récompense du produit de l'année pour la gamme de

profilés Zendow#neo à la cérémonie G18 récompensant les avancées dans l'industrie du vitrage (Glass on Web, 2018).

Une seconde force non négligeable du groupe Deceuninck se trouve dans leur attention toute particulière aux clients. En effet, il y a une réelle volonté de développer le business de leur clientèle. A titre d'exemple, nous pouvons mentionner leur nouvelle gamme de brochures « MyBrand » auxquels leurs clients professionnels (fabricants, installateurs) n'ont qu'à rajouter leur logo avant de les distribuer à leurs clients finaux (Deceuninck Group, 2018).

Étant donné que le groupe Deceuninck opère depuis plus de 80 ans, l'expérience accumulée dans le business ainsi que le savoir-faire constitue une autre force importante du groupe (Deceuninck, 2018). De plus, le groupe dispose de marques locales fortes dans la plupart de ses marchés telles que les marques EgePen, Winsa et Pimas suite aux récentes acquisitions en Turquie.

Enfin, l'importance grandissante du développement durable dans l'industrie de la construction va permettre au groupe Deceuninck de tirer profit de leur attention particulière accordée à l'écologie. En effet, les produits Deceuninck, en plus d'être entièrement recyclables, permettent d'améliorer l'efficacité énergétique des habitations (Deceuninck Group, 2018).

### *Sous-section 2 : Faiblesses (Weaknesses)*

L'exposition aux marchés instables tels que celui de la Turquie pourrait être considérée comme une faiblesse étant donné les pertes liées au taux de change après la dévaluation de la livre turque (L'Echo, 2018 & Deceuninck Group, 2018). Étant donné que le groupe ne se couvre que pour le risque de change transactionnel et non le risque de conversion comme décrit précédemment, cette exposition constitue bel et bien une faiblesse pour le résultat du groupe.

### *Sous-section 3 : Opportunités (Opportunities)*

De nouvelles mesures gouvernementales incitant la population à construire et/ou rénover leurs habitations afin d'en améliorer l'efficacité énergétique pourrait constituer une belle opportunité pour le groupe Deceuninck de développer leur business. Ces différentes mesures vont augmenter le nombre de travaux de rénovations. A titre d'exemple, nous pouvons mentionner

la réglementation sur la performance énergétique des bâtiments (PEB) découlant d'une directive européenne et visant à réduire la consommation d'énergie pour rendre les bâtiments quasi neutre en énergie d'ici 2021 (Deceuninck, 2019 & Wallonie énergie SPW, 2019). Étant donné le contexte européen actuel marqué par la lutte pour le climat et les réductions de consommations d'énergie, cela représente une opportunité intéressante pour le groupe Deceuninck de vendre ses produits de qualité au niveau énergétique.

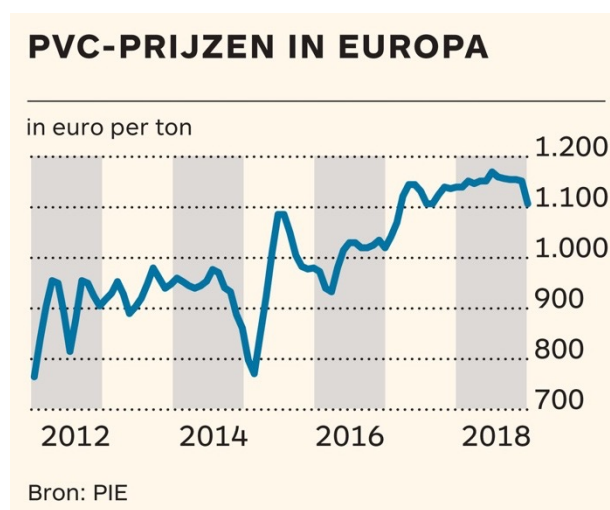
De plus, la tendance liée à l'utilisation de PVC pour les cadres de portes et fenêtres offrent également de belles perspectives. En effet, au niveau global, le PVC représente aujourd'hui le matériau le plus utilisé pour les systèmes de portes et fenêtres avec une croissance attendue de 4.2% d'ici à 2024. L'utilisation du PVC se situe largement devant le bois et l'aluminium (Kepler-Chevreaux, 2018). Ses différents atouts tels que la bonne performance énergétique, le caractère bon marché ou encore les possibilités de recyclage illimitées font de ce matériau le numéro 1 sur le marché (Deceuninck Group, 2018). De plus, étant donné que le bois enfle et pourrit avec le temps et que l'aluminium se corrodent, le PVC est le matériau idéal dans les régions où l'aluminium et le bois ne peuvent être utilisés (Global Market Insights, 2017). Même si le PVC perd progressivement des parts de marché en Belgique et en France au profit de l'aluminium, il reste stable en Europe Centrale, Europe de l'Est, Russie et Turquie. En outre, il gagne des parts de marché en Espagne, Italie et États-Unis au détriment du bois et de l'aluminium (Kepler-Chevreaux, 2018).

Cependant, comme évoqué précédemment, l'aluminium gagne progressivement des parts de marché sur le PVC dans certains marchés clés du groupe Deceuninck (France et Belgique). C'est pourquoi, l'entreprise a récemment investi dans ce marché au travers de la participation dans la joint-venture avec So Easy System (fabriquant de systèmes pour fenêtres en aluminium) et propose depuis 2017 des cadres de portes et fenêtres en aluminium également. À l'exception de ces deux marchés, on observe globalement une évolution de la demande vers des profilés hybrides, composés à la fois d'aluminium et de plastique (avec une quantité de plastique plus importante). Cette tendance offre donc de belles perspectives pour Deceuninck qui pourrait mettre à profit son expertise en matières plastiques pour développer un avantage concurrentiel (Kepler-Chevreaux, 2018).

#### Sous-section 4 : Menaces (Threats)

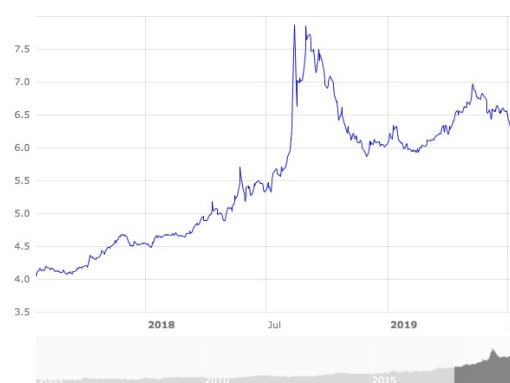
L'augmentation du coût des matières premières, et plus particulièrement du PVC, constitue une menace pour l'entreprise étant donné l'importance de ce matériau dans la gamme de produits proposée par Deceuninck. Le pouvoir des fournisseurs devient de plus en plus important dû au fait que ces derniers deviennent de plus en plus grands et puissants. C'est notamment le cas d'Ineos, le fournisseur britannique de PVC qui a notamment racheté les activités PVC de Solvay et de Tessengerlo group (De Tijd,

2019). Avec une consolidation au niveau des fournisseurs de PVC, ces derniers peuvent se permettre d'augmenter leurs prix, mettant alors sous pression les marges bénéficiaires des transformateurs de PVC tels que Deceuninck. Cette consolidation a fait grimper les prix du PVC ces dernières années de 895€/T en 2012 à 1150€/T l'an dernier ; comme le démontre le graphique ci-contre (De Tijd, 2019).



Graphique 3 : Évolution du prix du PVC en Europe (en €/T)  
(Source : De Tijd)

Étant donné que le groupe opère internationalement, la variation des taux de change peut impacter sérieusement le chiffre d'affaire comme ce fut le cas avec la Turquie suite à la dévaluation de la livre turque au cours de l'année 2018. En effet, comme évoqué précédemment, le groupe ne se couvre pas face au risque de conversion caractérisé par la conversion des chiffres financiers des filiales en dehors la zone Euro en EUR. Au vu des incertitudes liées à la situation turque, il est difficile de prédire l'avenir du contexte économique turque. Cependant, il convient de mentionner les éléments pouvant impacter le futur de ce pays et de sa monnaie. En effet, la récente défaite du candidat d'Erdogan aux élections d'Istanbul est venu affaiblir le parti de l'actuel président (Rtbf, 2019). Au niveau du graphe de l'évolution de



Graphique 4 : Évolution de la TRY vs EUR (Source: BCE)

Note : Une augmentation en lire turque par euro représente une dépréciation de la lire face à l'euro.

la monnaie turque face à l'euro ci-contre, nous pouvons observer un regain de la devise turque dans le courant du mois de juin 2019. En effet, un affaiblissement du parti politique d'Erdogan pourrait renverser quelque peu la situation actuelle de la monnaie dû au fait qu'Erdogan a toujours été réticent à l'idée d'augmenter les taux d'intérêts. Sa politique conservatrice a causé notamment l'augmentation de l'inflation (environ 16% en août 2018) ainsi que la dépréciation de la monnaie turque (The Street, 2018).

Les catastrophes naturelles constituent également une menace pour le secteur de la construction et plus particulièrement pour le marché américain étant donné la saison cyclonique dans l'océan Atlantique Nord. On constate généralement un ralentissement des commandes, une pénurie de main d'œuvre et une pénurie de certains matériaux menant à une augmentation des coûts juste après le passage de l'ouragan (Reading, 2018). De plus, les autorités ont tendance à renforcer les réglementations afin d'imposer des normes plus strictes en terme de construction pour améliorer la résistances des habitations. Cela a pour conséquence d'augmenter les coûts de production étant donné les normes plus strictes à respecter (PWSC, 2018). Cependant, il convient de mentionner que cette menace n'est que temporaire. En effet, on a observé une diminution moyenne de 4% dans le prix des actions de constructeurs de maisons aux États-Unis lorsque l'ouragan Harvey s'est formé (Août 2017). Un mois après son passage, les prix des actions avaient déjà remonté de 11% en moyenne démontrant que l'impact négatif des ouragans n'est

**Homebuilder Stock Reaction to Harvey, Irma**

	Hurricane Harvey Houston Exposure	Formation to Dissipation 8/17/2017 - 9/2/2017	Ensnung Month 9/2/2017 - 10/2/2017	Remainder of Year 9/2/2017 - 12/31/2017
HOV	25.0%	-9.6%	3.7%	78.2%
BZH	17.1%	-5.8%	26.8%	27.4%
LGIH	16.3%	-3.4%	9.1%	67.1%
TMHC	14.0%	-5.5%	8.5%	19.5%
MTH	10.4%	-3.9%	9.5%	25.2%
KBH	9.2%	-4.7%	14.4%	48.0%
LEN	8.8%	-2.1%	2.1%	22.4%
TPH	8.8%	-4.2%	9.6%	40.4%
DHI	6.5%	0.5%	10.3%	40.9%

Source: Bloomberg Intelligence

Graphique 5 : Impact des ouragans Harvey et Irma sur l'évolution du prix des actions de constructeurs de maisons aux Etats-Unis (Source : Bloomberg)

que temporaire. Cela peut notamment s'expliquer par l'augmentation des projets de reconstruction juste après la catastrophe naturelle (Reading, 2018). En conclusion, même si les catastrophes naturelles peuvent représenter une menace sur le court-terme, elles peuvent aussi être considérées comme des opportunités étant donné l'augmentation des projets de reconstruction.

Enfin, les réforme fiscales peuvent impacter négativement le business de Deceuninck. Comme ce fut le cas en Belgique en 2018 avec la réforme visant à diminuer les droits d'enregistrement sur les nouvelles constructions dans le Nord du pays à partir du 1<sup>er</sup> juin 2018. On avait pu

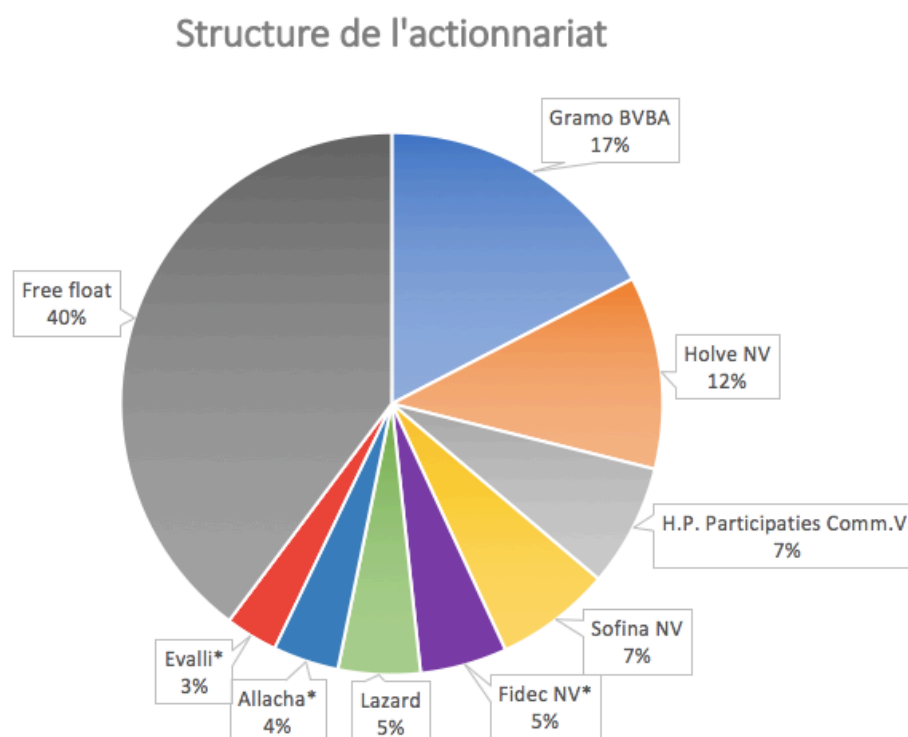
observer alors une diminution des ventes au premier semestre de 2018 étant donné que la population reportait ses projets de construction afin de profiter de cette réforme (AXA, 2018).

En conclusion, cette analyse SWOT nous permet de mieux comprendre la manière dont le groupe Deceuninck peut mobiliser ses forces en interne afin de profiter des opportunités offertes par son environnement extérieur ; et ainsi, générer de la croissance. Plus précisément, la tendance actuelle liée à la réduction de la consommation énergétique des bâtiments constitue une aubaine pour l'entreprise. En effet, de par leur expertise et leur intérêt pour l'innovation et l'écologie (deux piliers de leur stratégie), le groupe Deceuninck dispose de toutes les cartes en main pour profiter de cette tendance en fournissant des cadres de portes et fenêtres toujours plus écologiques et plus performants énergétiquement. En outre, leur expertise dans l'utilisation et la transformation du PVC continuera d'être mobilisée à l'avenir étant donné l'importance de ce matériau dans l'industrie de la construction et plus particulièrement dans celle des cadres de portes et fenêtres. En effet, sa bonne performance énergétique, son prix bas et ses possibilités de recyclage illimitées en font le matériau numéro 1 pour les cadres de portes et fenêtres. Cependant, il convient de suivre l'évolution de la situation turque ainsi que celle du prix du PVC ; même si le groupe réduit progressivement sa dépendance envers ce matériau au travers d'investissements dans des usines de recyclage.

## Section 8 : Gouvernance et actionnariat

Ce chapitre va permettre au lecteur d'avoir une meilleure compréhension de la structure de l'actionnariat du groupe ainsi que de sa gouvernance. Une attention particulière est accordée à l'évolution de la participation de Sofina, une société d'investissement belge présente depuis 2006 dans le capital du groupe Deceuninck. L'évolution récente des parts détenues par l'actuel CEO Francis Van Eeckhout sera également développée au cours de ce chapitre.

Afin d'avoir une meilleure vision de la structure du capital de l'entreprise, le graphique ci-dessous a été réalisé :



Source: Site web de l'entreprise (\* font référence aux holdings de la famille Deceuninck)

Graphique 6 : Structure de l'actionnariat

Comme évoqué dans l'introduction de ce chapitre, la société belge d'investissement Sofina est entrée dans le capital du groupe en 2006. A cette époque, la famille Deceuninck avait décidé de vendre 17.5% de ses parts à la société d'investissement afin de stabiliser la structure de l'actionnariat du groupe. Selon la base de données Mergermarket, l'objectif de cette transaction était alors de préserver l'avenir de l'entreprise en confiant une partie des participations à des professionnels. Cependant, depuis 2017, la Sofina a réduit ses participations dans le groupe Deceuninck à 9.9% puis à 7% pour représenter finalement un investissement mineur dans leur portefeuille. En effet, Sofina a estimé qu'il ne serait plus possible de récupérer les investissements réalisés dans la société Deceuninck et a décidé en 2017 de vendre ses participations en essayant une lourde perte. L'entreprise avait vendu ses actions à un prix de

€3.05/action alors qu'ils avaient déboursé €23.00/action en 2006. Cette chute du cours de bourse est principalement expliquée par les mauvais résultats du groupe au cours de l'année 2006 suite à l'acquisition de Thyssen Polymer en 2004. Deceuninck espérait devenir le leader mondial de son marché grâce à cette acquisition mais il s'est avéré que leurs estimations étaient fausses. En outre, la chute du cours d'action due à la crise financière au cours du second semestre de 2007 n'a fait qu'empirer la situation (De Tijd, 2017).

Concernant les participations de l'actuel CEO Francis Van Eeckhout, ce dernier détenait initialement 3% des parts en 2013. En 2014, lors de l'augmentation de capital de €50m destiné à financer l'acquisition de Pimas, Van Eeckhout a souscrit à cette augmentation de capital à hauteur de €41m pour augmenter ses participations jusqu'à 21%. Par la suite, il a continué d'augmenter sa participation dans le capital du groupe pour devenir aujourd'hui le plus grand actionnaire du groupe au travers de ses holdings Gramo BVBA et Holve NV (29%) (Kepler-Chevreaux, 2018).

Aujourd'hui, l'actionnariat du groupe est caractérisé par une majorité détenue par des investisseurs belges (famille Deceuninck, Sofina, CEO Francis Van Eeckhout) à hauteur de 55%. Cette majorité « belge » permet donc de prendre des décisions rapidement en termes de gouvernance puisque l'actuel CEO entretient des relations étroites avec les investisseurs belges.

## Chapitre 3 : Projections financières

Ce chapitre se focalise sur les projections financières et les différentes hypothèses sous-jacentes. Afin de valoriser l'entreprise Deceuninck au travers de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF), j'ai d'abord élaboré le plan d'affaire de Deceuninck sur les cinq prochaines années (Voir Table 3 ci-dessous). Pour ce faire, j'ai émis certaines hypothèses quant à l'évolution des différents facteurs déterminants dans la valorisation tels que le chiffre d'affaire, l'évolution des coûts ou encore de la dette. Tout au long de cette partie, je vais expliquer en détail les différentes hypothèses mobilisées dans le cadre de ma projection financière. En outre, le lecteur pourra consulter les annexes pour davantage de précisions sur l'évolution des rubriques du bilan (Annexe 1 et 2), du compte de résultat (Annexe 3) et du tableau de flux de trésorerie (Annexe 4) sur les cinq prochaines années.

Deceuninck nv - Plan d'affaire					
€'000	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Chiffre d'affaires	686 730.40	699 655.68	712 907.73	726 467.85	740 344.47
Approvisionnements et marchandises	(479 337.82)	(488 359.66)	(494 757.97)	(502 715.75)	(510 837.68)
<b>Marge brute</b>	<b>207 392.58</b>	<b>211 296.01</b>	<b>218 149.77</b>	<b>223 752.10</b>	<b>229 506.78</b>
Coût des ventes et prestations	(134 439.23)	(135 397.84)	(136 631.12)	(138 116.84)	(139 840.91)
Autre résultat net d'exploitation	375.75	382.83	390.08	397.50	405.09
<b>EBITDA</b>	<b>73 329.10</b>	<b>76 281.00</b>	<b>81 908.72</b>	<b>86 032.76</b>	<b>90 070.96</b>
Dépréciations & Amortissements	(31 400.99)	(33 563.73)	(35 530.72)	(37 319.67)	(38 946.70)
<b>EBIT</b>	<b>41 928.12</b>	<b>42 717.27</b>	<b>46 378.00</b>	<b>48 713.08</b>	<b>51 124.26</b>
Produits financiers	10 717.12	9 728.78	10 459.76	10 715.26	10 130.95
Charges financières	(27 053.31)	(25 704.12)	(24 470.03)	(23 340.94)	(20 945.61)
Résultat financier	(16 336.19)	(15 975.34)	(14 010.27)	(12 625.67)	(10 814.66)
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>25 591.93</b>	<b>26 741.93</b>	<b>32 367.72</b>	<b>36 087.41</b>	<b>40 309.60</b>
Impôts	(6 028.24)	(6 299.13)	(7 624.30)	(8 500.48)	(9 495.03)
<b>Résultat net</b>	<b>19 563.69</b>	<b>20 442.80</b>	<b>24 743.43</b>	<b>27 586.93</b>	<b>30 814.58</b>
<b>KPIs</b>					
<i>Croissance du chiffre d'affaire %</i>	1.85%	1.88%	1.89%	1.90%	1.91%
<i>Marge brute %</i>	30.2%	30.2%	30.6%	30.8%	31.0%
<i>EBITDA %</i>	10.7%	10.9%	11.5%	11.8%	12.2%
<i>EBIT %</i>	6.1%	6.1%	6.5%	6.7%	6.9%
<i>Résultat net %</i>	2.8%	2.9%	3.5%	3.8%	4.2%
<i>CAGR Chiffre d'affaires % (FY19-FY23)</i>	1.9%				

Sources: Rapports annuels de l'entreprise

Table 3: Plan d'affaire

### Éléments clés du plan d'affaire:

- On observe un CAGR pour 2019-2023E de 1.9% concernant le chiffre d'affaire, résultat d'un ralentissement de la croissance en Europe mais d'une croissance plus importante aux États-Unis et en Turquie et marchés émergents.

- On observe une amélioration des marges sur l'EBITDA pour atteindre 12.2% en 2023. On s'attend principalement à une amélioration des marges en Turquie et marchés émergents (développement des exportations, meilleure exploitation des usines) ainsi qu'en Europe étant donné la situation actuelle marquée par une demande faible ainsi que des dépenses exceptionnelles (investissement dans le nouveau système SAP) (Kepler-Cheuvreux, 2018).
- Enfin, on peut espérer une amélioration du résultat net dans un horizon de cinq ans pour représenter 4.2% du chiffre d'affaire en 2023.

## Section 1 : Prévision financière du chiffre d'affaire par région

Répartition du Chiffre d'affaire par région géographique										
€m	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Europe de l'Ouest	157.5	170.5	176.5	171.1	178.8	181.1	183.5	185.9	188.3	190.7
Europe Centrale et Europe de l'Est	174.4	169.7	161.8	163.4	159.6	161.2	162.8	164.4	166.1	167.7
Turquie et marchés émergents	137.7	193.1	214.0	223.6	204.5	206.5	208.6	212.8	217.0	221.4
Amérique du Nord	83.2	111.2	118.6	129.1	131.3	137.9	144.8	149.8	155.1	160.5
<b>TOTAL</b>	<b>552.8</b>	<b>644.5</b>	<b>670.9</b>	<b>687.2</b>	<b>674.2</b>	<b>686.7</b>	<b>699.7</b>	<b>712.9</b>	<b>726.5</b>	<b>740.3</b>
CAGR (FY14-FY18) - Europe de l'Ouest	3.2%									
CAGR (FY14-FY18) - Europe Centrale et Europe de l'Est	-2.2%									
CAGR (FY14-FY18) - Turquie et marchés émergents	10.4%									
CAGR (FY14-FY18) - Amérique du Nord	12.1%									

Table 4: Projection financière du Chiffre d'affaire par région (Source : Rapports annuels de l'entreprise, Euroconstruct)

### Sous-section 1 : Turquie et marché émergents

Comme évoqué précédemment, cette région a constitué le moteur de croissance de l'entreprise au cours de ces dernières années avec un CAGR de 10.4% concernant l'augmentation des revenus. En effet, Deceuninck a investi fortement dans ses régions et notamment en Turquie avec l'acquisition en 2014 de Pimas, pionnier dans la fabrication de fenêtres en PVC et marque numéro 1 dans le pays. Les premiers résultats de cette acquisition ont été observés en 2015 où €51.3m de l'augmentation des revenus en Turquie ont pu être assimilés à l'intégration réussie de Pimas (Deceuninck Group, 2015). Profitant de ses marques locales fortes ainsi que de ses usines de production, l'entreprise a pu augmenter sa présence dans ces marchés qui représentent aujourd'hui plus de 30% du chiffre d'affaire consolidé. Cependant, les récentes conditions de marché difficiles, notamment en Turquie, ont impacté négativement le chiffre d'affaire comme expliqué précédemment (Deceuninck Group, 2018). En outre, une stabilisation du volume de vente est attendue après des années de forte croissance pour ce segment géographique. C'est

pourquoi, je suis resté assez conservatif dans l'anticipation de la croissance des ventes pour cette région.

Étant donné la crise turque, il paraît difficile pour l'entreprise de maintenir sa croissance dans cette région au même rythme que les années précédentes. Cependant, la notoriété des marques locales proposées par Deceuninck pourrait réduire l'impact négatif de la crise dans cette région en leur permettant d'augmenter malgré tout leur part de marché. En effet, en temps de crise, les consommateurs ont tendance à préférer les marques fortes. De plus, la dépréciation de la livre turque va permettre d'augmenter le niveau d'exportation et de renforcer la position de la Turquie comme pôle exportateur du groupe Deceuninck. Par prudence, il convient d'anticiper une faible croissance pour ce segment géographique de l'ordre de 1% pour les deux prochaines années. Cette croissance atteindra les 2% pour les trois dernières années étant donné le gain potentiel de parts de marché sur le marché turque, l'augmentation des exportations ainsi que les opportunités de croissance qu'offrent les autres pays émergents.

### *Sous-section 2 : L'Europe de l'Ouest*

La deuxième région la plus importante en terme de chiffre d'affaire, que constitue l'Europe de l'Ouest, a témoigné d'une croissance modeste du volume des ventes ces dernières années. Ce ralentissement s'est produit après une augmentation significative en 2015 de 8.2% due à une forte croissance organique du volume de vente. Bien que les dynamiques de marché restent bien différentes entre les pays, la croissance générale en Europe de l'Ouest reste stable (Deceuninck Group, 2018). J'ai donc anticipé une croissance constante d'1.3% des ventes. Cette prévision est en adéquation avec les estimations publiées par Euroconstruct, le premier réseau européen de prévision du marché de la construction (Euroconstruct, 2019). Cette progression est principalement engendrée par une augmentation du volume dans tous les pays à l'exception de la Belgique. En effet, L'intérêt croissant pour l'aluminium dans les cadres de portes et fenêtres pourrait nuancer quelque peu la progression des ventes dans le pays (Deceuninck Group, 2018).

### *Sous-section 3 : L'Europe de l'Est et l'Europe Centrale*

La croissance du volume dans cette région reste mitigée au cours de ces dernières années avec un CAGR négatif de -2.2% sur la période 2014-2018 (Deceuninck Group, 2018).

Malgré l'acquisition de l'activité PVC de ThyssenKrupp en Allemagne en 2003 (Mergermarket, 2019), la croissance du chiffre d'affaire est restée nulle voir légèrement négative pour ce pays. La diminution du volume de vente sur le marché russe a aussi impacté l'évolution des revenus pour cette région. En revanche les belles perspectives en Europe de l'Est, notamment en Pologne et en République Tchèque, viennent améliorer les perspectives de croissance dans cette région. J'ai donc anticipé une croissance de 1% pour les revenus en Europe Centrale et Europe de l'Est ; ce qui est en adéquation avec les estimations d'Euroconstruct (Deceuninck Group, 2018 & Euroconstruct, 2019).

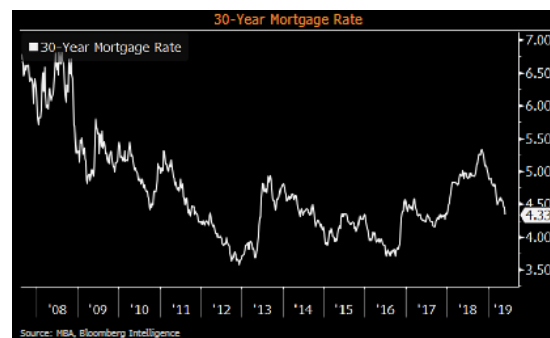
#### *Sous-section 4 : L'Amérique du Nord*

Enfin, l'Amérique du Nord, marché dans lequel Deceuninck s'est rapidement développé, a témoigné d'une croissance significative caractérisée par un CAGR de 12.1% de 2014 à 2018. En effet, les efforts importants menés par le groupe afin de développer ses activités aux États-Unis ont porté leur fruit. En tant que second moteur de croissance du groupe, le marché des États-Unis offre de belles perspectives (Deceuninck Group, 2018).

D'un point de vue sectoriel, la diminution du taux hypothécaire à 4.3% (vs 5.33% fin 2018) a entraîné une augmentation de 5% des demandes d'achat par rapport à l'année précédente (voir figure 1 et 2) (Bloomberg, 2019). De plus, les perspectives de diminution des taux d'intérêt au niveau de la Federal Reserve viennent confirmer les opportunités sur le marché américain de la construction. En effet, Trump a récemment (02/07/19) nommé deux personnes à la FED, favorables à une diminution des taux. En diminuant les taux d'intérêts, la FED compte stimuler l'économie en rendant plus accessible l'accès aux capitaux dans le pays (Reuters, 2019).



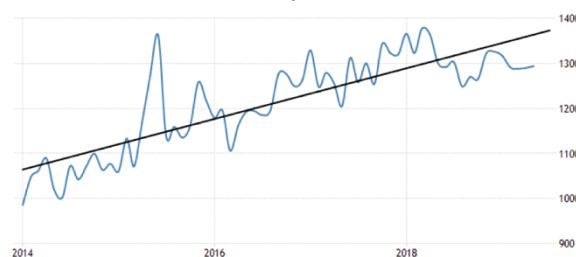
Graphique 7 : Évolution de la demande d'achat hypothécaire aux États-Unis (Source : Bloomberg)



Graphique 8 : Évolution du taux hypothécaire à 30 ans aux États-Unis (Source : Bloomberg)

De plus, le nombre de permis d'urbanisme octroyés aux Américains est en hausse comme le démontre le graphe suivant (US Census bureau, 2019) :

Croissance du nombre de permis d'urbanisme - US



Source: US Census Bureau

Graphique 9 : Évolution du nombre de permis d'urbanisme octroyés aux États-Unis

En interne, l'usine établie dans le Nevada en 2016 augmente progressivement sa rentabilité en produisant de nouveaux produits et en optimisant ses marges (Deceuninck Group, 2018).

En tenant compte de ses divers éléments, j'ai anticipé une croissance du chiffre d'affaire de 5% pour les deux prochaines années. Cependant, j'ai réduit ce taux de croissance à 3.5% pour les trois dernières années du plan d'affaires étant donné les inquiétudes des analystes liées à une potentielle fin de cycle. En effet, le marché américain de la construction est au milieu de sa deuxième plus longue période d'expansion jamais connue ; et, avec un ralentissement de la croissance domestique, il semble raisonnable de réduire quelque peu la croissance attendue.

## Section 2 : Plan de la dette

Une autre composante importante des projections financières concerne l'évolution des dettes court-terme et long-terme. Ce plan de la dette nous permettra également de prévoir l'évolution des intérêts payés au cours des cinq prochaines années.

Avant d'analyser le plan de la dette sur les cinq prochaines années, il convient de faire le point sur la situation de l'entreprise. Lors de la crise financière en 2008, le groupe Deceuninck a traversé une période difficile l'obligeant à procéder à une restructuration financière. Au cours de l'année 2009, le groupe a réalisé une augmentation de capital de €84.5m afin de rembourser une partie des dettes LT (Deceuninck Group, 2009). Depuis la crise financière, où le groupe

était particulièrement endetté avec une dette nette s'élevant à €163.3m, Deceuninck a considérablement réduit son endettement pour atteindre une dette nette de €91m au 31 décembre 2018. Actuellement, le groupe Deceuninck détient €123.8m en dettes long-terme et €35.3m en dettes court-terme (Deceuninck Group, 2018).

Au vu de l'histoire de l'entreprise ainsi que des récents investissements réalisés sur la période 2015-2017, il paraît raisonnable de supposer que le groupe ne va pas contracter de nouvelles dettes dans un horizon proche.

Concernant les dettes long-terme, on retrouve principalement deux types de dettes : une obligation émise pour €100m ainsi qu'un emprunt à terme d'une valeur initiale de €26m.

D'une part, le groupe Deceuninck a émis une obligation de €100m à un taux fixe de 3.75% en décembre 2015 au travers de sa filiale Deceuninck NV. Cette dernière, caractérisée par une maturité de 7 ans (jusqu'au 8 décembre 2022), avait pour but de diversifier les sources de financement de l'entreprise ainsi que de financer la croissance future. Selon le prospectus publié lors de l'émission de la dette, le produit de cette obligation sera utilisé pour financer le besoin en fond de roulement, les dépenses en capital et la poursuite de la croissance organique. Cependant, l'allocation du produit entre ces différents objectifs n'a pas été divulguée (Deceuninck, 2015).

D'autre part, la seconde composante des dettes long terme est un emprunt à terme contracté en septembre 2015 par le groupe au travers de sa filiale turque Ege Profil. La valeur initial de cet emprunt était de €26m avec un taux fixe de 3.17%. Ce crédit a été contracté auprès de la banque européenne de reconstruction et développement ('EBRD') et était destiné intégralement au financement de l'usine de production de profilés en PVC près d'Izmir (Menemen) en Turquie. Concernant la maturité, la première tranche, représentant €25m, est due pour septembre 2022. La seconde tranche (€1m), quant à elle, ne sera due qu'en septembre 2025 (Deceuninck, 2015).

Quant aux dettes court-terme, elles sont principalement constituées d'emprunts destinés à financer le besoin en fond de roulement. Ces emprunts sont octroyés par des banques commerciales en Turquie (Deceuninck Group, 2018).

Plan de la dette (en milliers d'euro)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
<b>Dettes LT</b>	<b>14 635.00</b>	<b>143 486.00</b>	<b>129 206.00</b>	<b>129 599.00</b>	<b>123 782.00</b>	<b>123 712.50</b>	<b>123 729.63</b>	<b>123 739.78</b>	<b>123 740.98</b>	<b>100 768.72</b>
Obligation	0.00	99 682.00	99 727.00	99 773.00	99 820.00	99 750.50	99 767.63	99 777.78	99 778.98	99 768.72
Emprunt à terme	14 635.00	43 804.00	29 479.00	29 826.00	23 962.00	23 962.00	23 962.00	23 962.00	23 962.00	1 000.00
<b>Dettes CT</b>	<b>85 396.00</b>	<b>19 324.00</b>	<b>31 640.00</b>	<b>30 720.00</b>	<b>35 317.00</b>	<b>31 520.50</b>	<b>28 132.11</b>	<b>25 107.97</b>	<b>22 408.91</b>	<b>20 000.00</b>

Table 5: Plan de la dette (Source : Rapports annuels de l'entreprise)

Comme on peut le voir dans la table 5 ci-dessus, j'ai maintenu le niveau des obligations de l'entreprise constant. En effet, plusieurs raisons laissent penser que l'entreprise Deceuninck va renouveler son obligation de €100m en 2022. Tout d'abord, lorsque l'on consulte le niveau de cash projeté pour 2022 (€65.1m), on peut s'apercevoir que le cash est insuffisant pour rembourser €100m d'obligation. De plus, l'emprunt à terme de €26m arrivera à échéance en 2022 également. Étant donné que l'objectif de cet emprunt est atteint, à savoir la construction de la nouvelle usine à Menemen, l'entreprise Deceuninck remboursera l'emprunt à terme ; réduisant ainsi son niveau de cash. Ensuite, le fruit des investissements réalisés par le groupe pour développer sa croissance ne se ressentira pas tout de suite ; ce qui laisse supposer un renouvellement à terme. Finalement, même si le prospectus d'émission de l'obligation contient une clause de remboursement volontaire anticipé, il est rare que les entreprises exercent cette option (Investopedia, 2019).

Concernant la dette court-terme, elle est principalement destinée à financer le besoin en fond de roulement. Étant donné que le fond de roulement devrait s'améliorer à l'avenir, j'ai anticipé une diminution du niveau de la dette court-terme pour atteindre €20m en 2023. En effet, les investissements visant à améliorer les délais de paiement client (diminution) et fournisseurs (augmentation), ainsi que l'implémentation du nouveau système SAP devrait permettre à l'entreprise de diminuer son besoin en fond de roulement (Deceuninck Group, 2018).

Une fois les niveaux de dettes long-terme et court-terme projetés, nous pouvons estimer l'évolution du paiement des intérêts pour les cinq prochaines années. Pour ce faire, j'ai utilisé deux méthodes différentes (voir table 6 et 7 ci-dessous).

Tout d'abord, j'ai observé les intérêts payés sur la dette par Deceuninck au cours des années précédentes (2014-2018) afin de calculer un taux d'intérêt effectif selon la formule suivante :

$$\text{Taux d'intérêt effectif} = \frac{\text{Intérêts payés}}{\text{Dettes portant intérêts (CT et LT)}}$$

Après avoir calculé ce taux pour chaque année (2014-2018), j'ai pris la médiane pour obtenir une valeur de 5.5%

Ensuite, étant donné l'information détaillée contenue dans les rapports annuels, j'ai pu calculer un taux d'intérêt moyen pondéré par la devise dans laquelle les dettes ont été contractées. En effet, le groupe Deceuninck détient de la dette dans deux devises différentes : EUR et TRY. En fonction des taux d'intérêt moyens par devise publié dans les rapports annuels ainsi que le niveau de dette par devise, j'ai obtenu un taux moyen pondéré par devise de 6.3%.

Étant donné l'intervalle obtenu [5.5%-6.3%], j'ai décidé d'appliquer un taux de 5.9% sur le niveau de dette projeté afin d'évaluer l'évolution des intérêts payés par l'entreprise.

Intérêts sur les dettes (en milliers d'euro)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Intérêts payés	5 120.00	7 664.00	8 873.00	9 950.00	9 628.00
Dettes LT + CT	100 031.00	162 810.00	160 846.00	160 319.00	159 099.00
Taux d'intérêt effectif	5.1%	4.7%	5.5%	6.2%	6.1%
<b>Médiane</b>	<b>5.5%</b>				

Table 6: Calcul du taux d'intérêt effectif (Source : Rapports annuels de l'entreprise)

Intérêts sur les dettes (en milliers d'euro)	
Taux d'intérêt moyen sur les dettes en EUR	3.60%
Taux d'intérêt moyen sur les dettes en TRY	19.80%
Proportion de dettes en EUR	83.05%
Proportion de dettes en TRY	16.95%
<b>Taux d'intérêt pondéré par la devise</b>	<b>6.3%</b>

Table 7: Calcul du taux d'intérêt pondéré par la devise (Source : Rapports annuels de l'entreprise)

### Section 3 : Hypothèses relatives à l'élaboration du plan d'affaire

Dans cette section, je vais expliquer les différentes hypothèses qui ont été nécessaires afin d'élaborer mon plan d'affaire. Je vais dans un premier temps décrire ma prévision des coûts (approvisionnements et marchandises, coûts des ventes et prestations, autre résultat net d'exploitation). Ensuite, je vais justifier l'évolution des dépréciations et amortissements au cours des cinq prochaines années. Enfin, je vais expliquer mes hypothèses liées à l'évolution du résultat financiers avant de conclure sur l'évolution de l'impôt payé par le groupe Deceuninck.

### *Sous-section 1 : Prévision des coûts*

Étant donné que les coûts d'approvisionnements et de marchandises ont évolué en phase avec le chiffre d'affaire au cours de ces cinq dernières années, j'ai observé la proportion moyenne des coûts par rapport au chiffre d'affaire sur la période écoulée (69%). Ensuite, j'ai appliqué ce taux au chiffre d'affaire prévisionnel afin d'obtenir les coûts d'approvisionnements et de marchandises pour les cinq prochaines années. Puisque les coûts des ventes et prestations ainsi que les autres résultats nets d'exploitation ont également évolué en phase avec le chiffre d'affaire (24.10% et 0.10% respectivement), j'ai appliqué la même méthode pour ces deux autres types de coûts.

### *Sous-section 2 : Prévision des dépréciations et amortissements*

Étant donné que les dépréciations et amortissements représentent en moyenne 4.2% des actifs tangibles du groupe Deceuninck au cours des cinq dernières années, j'ai appliqué cette proportion aux actifs tangibles prévisionnels. Il convient de mentionner que l'évolution des actifs tangibles est quant à elle fonction de l'évolution des dépenses en investissements (Capex) développée dans le chapitre 4.

### *Sous-section 3 : Prévision du résultat financier*

Concernant les hypothèses liées à la prévision du résultat financier, il convient de décomposer ce résultat en deux parties : les charges financières et les produits financiers.

Pour le groupe Deceuninck, les charges financières sont principalement constituées des intérêts payés sur les dettes ainsi que des pertes liées aux taux de change. Étant donné que le taux d'intérêt moyen payés sur la dette est de 5.9% (comme évoqué dans la section précédente), il semble raisonnable d'appliquer ce taux sur le niveau de dette prévisionnel (basé sur la plan de la dette). Concernant les pertes liées aux taux de change, j'ai fait l'hypothèse que ce niveau de perte va retourner à son niveau moyen d'ici 5 ans (environ €10m) en supposant que la crise de la livre turque va se résorber. En effet, la livre turque s'est déjà quelque peu renforcée suite à l'élection du maire d'Istanbul et la défaite du parti d'Erdogan.

Concernant les produits financiers, ces derniers sont principalement constitués des gains liés aux taux de change. Étant donné l'information limitée contenue dans les rapports annuels, j'ai décidé de garder ces éléments constants en appliquant une moyenne mobile.

#### *Sous-section 4 : Préviation des impôts*

Étant donné que le taux d'imposition effectif moyen est de 23.6% de 2015 à 2018<sup>1</sup>, j'ai appliqué ce taux aux résultats avant impôts prévisionnels afin d'obtenir le résultat net pour les cinq prochaines années.

---

<sup>1</sup> exclusion de 2014 suite à des impôts positifs exceptionnels dus aux avantages fiscaux différés de la filiale américaine.

## Chapitre 4 : Valorisation

Afin de valoriser le groupe Deceuninck, deux méthodes de valorisation ont été mobilisées : la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) et la méthode des multiples basés sur les entreprises comparables. La première méthodologie se focalise sur la société et ses perspectives de croissance en calculant sa valeur intrinsèque. La seconde méthode, basée sur le marché et ses attentes, sera utilisée comme vérification de l'intervalle de valeur obtenu suite à la méthode DCF. L'objectif de ce chapitre et des deux sections suivantes sera de développer les méthodes utilisées et de conclure sur la valeur de l'entreprise Deceuninck.

### Section 1 : Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Comme évoqué dans le cadre théorique, la méthode DCF permet de calculer la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Pour ce faire, il convient de réaliser cinq étapes :

- 1) Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs pour l'entreprise (FCFF)
- 2) Prévoir la valeur terminale
- 3) Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)
- 4) Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale
- 5) Réaliser une analyse de sensibilité

Les cinq sous-sections suivantes vont permettre de développer les différentes étapes afin d'obtenir in fine la valeur intrinsèque du groupe Deceuninck.

#### *Sous-section 1 : Prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs pour l'entreprise (FCFF)*

La première étape dans la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à prévoir les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise pour les cinq prochaines années. Les données utilisées sont directement issues de ma projection financière réalisée au préalable et développée précédemment.

Étant donné que le but de cette DCF est d'obtenir la valeur d'entreprise, et non uniquement la valeur des fonds propres, j'ai calculé les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF) plutôt que les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FCFE). Comme évoqué dans le cadre théorique, les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF) ne tiennent pas compte de la structure du capital de la société. Dès lors, cette mesure de cash disponible représente le cash (après impôts) disponible pour toutes les parties prenantes du groupe Deceuninck (Gutmann, 2013).

Les flux de trésorerie disponibles sont obtenus au moyen de la formule suivante (Gutmann, 2013) :

$$FCFF = EBIT - \text{Impôts} + D\&A - \text{Capex} - \text{Variation du fond de roulement net}$$

La table ci-dessous illustre le calcul des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise Deceuninck au cours des cinq prochaines années :

Flux de trésorerie disponibles (FCFF) (en € milliers)	30-juin-19	31-déc-19	31-déc-20	31-déc-21	31-déc-22	31-déc-23	TV (Gordon)
EBIT	20 964.06	41 928.12	42 717.27	46 378.00	48 713.08	51 124.26	
Impôts	(3 014.12)	(6 028.24)	(6 299.13)	(7 624.30)	(8 500.48)	(9 495.03)	
Dépréciations et amortissements	15 700.49	31 400.99	33 563.73	35 530.72	37 319.67	38 946.70	
Investissement (Capex)	(28 235.92)	(56 471.84)	(51 360.39)	(46 711.58)	(42 483.56)	(38 638.23)	
Variation du fond de roulement net	15 884.50	31 769.01	486.90	185.54	161.93	610.96	
<b>FCFF</b>	<b>(10 469.99)</b>	<b>(20 939.99)</b>	<b>18 134.58</b>	<b>27 387.30</b>	<b>34 886.78</b>	<b>41 326.75</b>	<b>42 070.63</b>

Table 8 : Calcul du flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF)

**EBIT** : Pour rappel, l'EBIT reflète le chiffre d'affaire de l'entreprise auquel on soustrait les coûts d'approvisionnement et de marchandises ainsi que les frais de vente, dépenses administratives et autres frais généraux. La prévision de ces éléments a déjà été expliquée dans le chapitre précédent.

**Impôts** : La prévision des impôts, comme évoqué précédemment, se base sur le taux d'imposition effectif du groupe Deceuninck au cours de ces cinq dernières années (23.6%).

**Dépréciations et Amortissements** : Comme décrit dans le chapitre précédent, les dépréciations et amortissements ont été prévus en fonction des actifs tangibles du groupe. En effet, ces charges non monétaires représentent en moyenne 4.2% des actifs tangibles de la société Deceuninck. Étant donné que ces dépenses représentent des charges purement

comptables qui n'engendrent pas de mouvement de trésorerie, elles doivent être ajoutées pour obtenir le flux de trésorerie réellement disponibles pour l'entreprise (Gutmann, 2013).

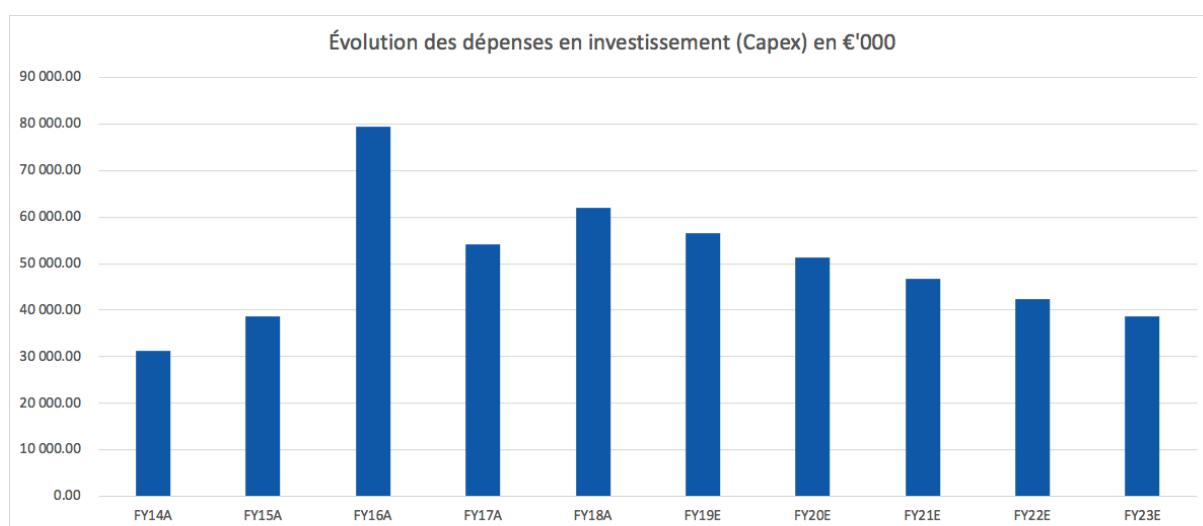
**Investissements (Capex) :** Depuis le changement de CEO en 2016, les investissements ont quasiment doublés comme le démontre la table ci-dessous :

Évolution des investissements (Capex)					
En €'000	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Capex	31 333.00	38 745.00	79 430.00	54 156.00	62 092.00

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 9 : Évolution des investissements (Capex)

Le caractère entrepreneurial et pragmatique de Mr. Van Eeckhout a pu s'observer au travers des investissements réalisés depuis son arrivée. À titre d'exemple, nous pouvons mentionner les investissements récents dans le nouveau site de recyclage à Dixmude en Belgique ou encore dans la construction d'un nouveau centre logistique en Pologne au cours de l'année 2018 (Deceuninck Group, 2018). Étant donné le niveau important des investissements au cours des années précédentes, il semble raisonnable de penser que le groupe ne réalisera pas de gros investissements supplémentaires. C'est pourquoi, j'ai anticipé une diminution des capex au cours des cinq prochaines années pour atteindre le niveau moyen précédent l'arrivée du nouveau CEO. En effet, j'ai estimé que les dépenses en investissement allaient progressivement diminuer pour atteindre 5.22% du chiffre d'affaire en 2023 (basé sur la moyenne historique précédant l'arrivée de Mr. Van Eeckhout). Le graphique ci-dessous illustre l'évolution des dépenses en investissement :



Source: Rapports annuels de l'entreprise

Graphique 10 : Évolution des dépenses en investissement (Capex) en €'000

**Variation du fond de roulement net :** Afin d'obtenir la variation des fonds de roulement net, il est d'abord nécessaire de calculer le fond de roulement net au moyen de la formule suivante (Gutmann, 2013) :

$$\text{Fond de roulement net} = \text{Actifs circulants d'expl.} - \text{Passifs circulants d'expl.}$$

Où

$$\text{Actifs circulants d'expl.} = \text{Total actifs circulants} - \text{Cash et équ. de trésorerie}$$

$$\text{Passifs circulants d'expl.} = \text{Total passifs circulants} - \text{dettes CT}$$

Comme décrit dans les formules précédentes, le cash et équivalents de trésorerie ainsi que les dettes court-terme ont été exclus du fond de roulement net étant donné qu'il s'agit d'actifs et de passifs non opérationnels (Gutmann, 2013).

Le fond de roulement est principalement impacté par trois éléments : les stocks et commandes en cours d'exécution, les créances commerciales et les dettes fournisseurs. C'est pourquoi je vais maintenant m'attarder sur la prévision de l'évolution de ces différents éléments.

- 1) *Stocks et commandes en cours d'exécution* : Pour prévoir l'évolution de cette rubrique du bilan, je me suis basé sur la proportion historique des stocks par rapport au niveau de coût d'approvisionnement et de marchandise :

$$\% \text{ Stocks} = \frac{\text{Stocks et comm. en cours d'exécution}}{\text{Coût d'approv. et de marchandises}}$$

Au cours de ces dernières années, les stocks ont représenté en moyenne 22.6%. Cependant, les stocks ont augmenté récemment pour représenter 25% des coûts en 2018. En effet, la récente augmentation du coût des matières premières (principalement le PVC) a entraîné une augmentation du niveau de stocks.

J'ai anticipé une évolution des stocks et commandes en cours d'exécution de sorte à ce qu'ils diminuent sur le moyen terme pour revenir à la moyenne de 22.6% des coûts d'approvisionnement et de marchandises d'ici 2023. En effet, le groupe Deceuninck investit fortement dans le recyclage de matières plastiques ; comme le démontre l'usine de recyclage à Dixmude : la plus grande installation de recyclage de plastique rigide dans le Benelux (Deceuninck, 2019). Ces investissements ont pour conséquence de réduire la dépendance du groupe envers le PVC. La table ci-dessous illustre l'évolution anticipée des stocks :

Évolution des stocks et commandes en cours d'exécution										
En €'000	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Stocks et commandes en cours d'exécution	93 417.00	95 454.00	98 963.00	114 342.00	117 382.00	117 021.32	117 020.88	116 363.46	116 050.39	115 746.36

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 10 : Évolution des stocks et commandes en cours d'exécution

- 2) *Créances commerciales* : Afin de prévoir l'évolution des créances commerciales, j'ai utilisé le nombre de jours nécessaires pour transformer les ventes à crédit en revenus :

$$\text{Délai moyen de paiement client} = \frac{\text{Créances commerciales}}{\text{Chiffre d'affaires}} * 360$$

Évolution des délais moyens de paiement client					
En jours	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Délai moyen de paiement client	82	78	73	63	54

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 11 : Évolution du délai moyen de paiement client

Comme le démontre la table ci-dessus, le groupe est parvenu à réduire considérablement son délai moyen de paiement client à 54 jours en 2018. En effet, l'usage plus important de la finance commerciale leur a notamment permis de réduire ce délai (Deceuninck Group, 2018). Étant donné les efforts et investissements significatifs menés depuis 2015 pour diminuer le délai moyen de paiement client, il paraît raisonnable de supposer une stabilisation de ce délai aux environ de 63 jours (moyenne des 3 dernières années).

J'ai appliqué la formule suivante afin de prévoir l'évolution des créances commerciales :

$$\text{Créances commerciales} = \frac{CA * \text{Délai moyen de paiement client (63j)}}{360}$$

La table ci-dessous illustre l'évolution des créances commerciales au cours des cinq prochaines années<sup>1</sup> :

Évolution des créances commerciales										
En €'000	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Créances commerciales	124 503.00	137 908.00	134 353.00	118 458.00	99 694.00	119 151.51	121 394.12	123 693.42	126 046.17	128 453.84

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 12 : Évolution des créances commerciales

- 3) *Dettes fournisseurs* : Comme pour les créances commerciales, j'ai calculé le délai moyen de paiement fournisseur au cours des cinq dernières années pour ensuite appliquer ce délai aux coûts d'approvisionnements et de marchandises prévisionnels. La formule permettant de calculer le délai de paiement fournisseur est la suivante :

$$\text{Délai de paiement fournisseurs} = \frac{\text{Dettes fournisseurs}}{\text{Coût d'approv. et de marchandises}} * 360$$

Évolution des délais moyens de paiement fournisseurs					
En jours	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Délai moyen de paiement fournisseurs	76	58	79	65	87
<i>Médiane</i>	76				

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 13 : Évolution du délai moyen de paiement fournisseur

Comme décrit par la table ci-dessus, la médiane du délai moyen de paiement fournisseur au cours de ces cinq dernières années s'est élevée à 76 jours. J'ai gardé ce délai constant afin de l'appliquer aux coûts d'approvisionnements et de marchandises prévisionnels pour obtenir mes prévisions pour les dettes fournisseurs.

<sup>1</sup> La diminution en FY18A est due non seulement aux initiatives permettant de réduire le délai moyen de paiement client mais aussi à la diminution du volume de vente en Turquie.

Pour ce faire, la formule suivante a été utilisée :

*Dettes fournisseurs*

$$= \frac{\text{Coûts d'approv. et de marchandises} * \text{Délai de paiement fournisseur (76j)}}{360}$$

L'évolution des dettes fournisseurs est illustrée dans la table ci-dessous :

Évolution des dettes fournisseurs										
En €'000	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Dettes fournisseurs	84 670.00	74 070.00	101 593.00	87 488.00	113 872.00	100 954.02	102 854.12	104 201.67	105 877.67	107 588.25

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 14 : Évolution des dettes fournisseurs

Maintenant que nous avons développé les hypothèses émises lors de la projection des différents éléments impactant la variation des fonds de roulement net, voici le tableau récapitulatif<sup>1</sup>:

Fond de roulement net (en € milliers)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Actifs circulants d'exploitation</b>	<b>219 980.00</b>	<b>236 835.00</b>	<b>237 145.00</b>	<b>234 329.00</b>	<b>220 106.00</b>	<b>238 957.02</b>	<b>241 344.03</b>	<b>242 877.13</b>	<b>244 715.07</b>	<b>247 036.60</b>
Total actifs circulants	249 026.00	307 555.00	309 570.00	276 322.00	285 937.00	266 473.73	271 721.51	287 067.65	309 783.65	319 162.12
Cash et équivalents de trésorerie	29 046.00	70 720.00	72 425.00	41 993.00	65 831.00	27 516.70	30 377.48	44 190.52	65 068.59	72 125.52
<b>Passifs circulants d'exploitation</b>	<b>108 430.00</b>	<b>100 909.00</b>	<b>134 450.00</b>	<b>111 161.00</b>	<b>139 579.00</b>	<b>126 661.02</b>	<b>128 561.12</b>	<b>129 908.67</b>	<b>131 584.67</b>	<b>133 295.25</b>
Total passifs circulants	193 826.00	120 233.00	166 090.00	141 881.00	174 896.00	158 181.51	156 693.23	155 016.64	153 993.59	153 295.25
Dettes court-terme	85 396.00	19 324.00	31 640.00	30 720.00	35 317.00	31 520.50	28 132.11	25 107.97	22 408.91	20 000.00
<b>Fond de roulement net</b>	<b>111 550.00</b>	<b>135 926.00</b>	<b>102 695.00</b>	<b>123 168.00</b>	<b>80 527.00</b>	<b>112 296.01</b>	<b>112 782.91</b>	<b>112 968.46</b>	<b>113 130.39</b>	<b>113 741.35</b>
Variation du fond de roulement net	n.a.	24 376.00	(33 231.00)	20 473.00	(42 641.00)	31 769.01	486.90	185.54	161.93	610.96

Source: Rapports annuels de l'entreprise

Table 15 : Récapitulatif des variations du fond de roulement net

On peut observer dans la table ci-dessus qu'une amélioration du fond de roulement est attendue sur le moyen terme. En effet, le nouveau système SAP implémenté récemment en Europe va devenir opérationnel et améliorer la productivité de l'entreprise. De plus, l'amélioration de la production de l'usine du Nevada aux États-Unis diminuera également le fond de roulement de l'entreprise Deceuninck au travers d'une réduction de stocks notamment (Kepler-Chevreaux, 2018).

<sup>1</sup> Il convient de mentionner qu'une augmentation du fond de roulement net reflète une utilisation du cash qui va venir dès lors réduire le niveau de flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (Gutmann, 2013). C'est pourquoi l'on soustrait les variations du fond de roulement net lors du calcul des FCFF.

### *Sous-section 2 : Prévoir la valeur terminale*

Une fois les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise projetés pour les cinq prochaines années, il convient d'estimer la valeur terminale. En effet, après les cinq ans caractérisant mon horizon de projection, l'entreprise ne va pas cesser ses activités. C'est pourquoi, la valeur terminale va permettre d'estimer la valeur de l'entreprise au-delà de l'horizon de projection (Gutmann, 2013).

Pour cette analyse, la méthode de la croissance perpétuelle a été mobilisée pour estimer la valeur terminale. Cette méthodologie consiste à supposer que les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise vont continuer de croître indéfiniment à un taux constant (Gutmann, 2013).

Étant donné la devise du groupe Deceuninck (Euro), j'ai décidé de prendre l'anticipation long-terme de l'inflation estimée par la Banque Centrale Européenne : 1.8%. On peut observer que le niveau de l'inflation attendu pour les prochaines années est en-dessous du niveau normal visé par l'Union Européenne (1.8% vs 2%). Cela est dû au ralentissement de la croissance attendu par les analystes. En effet, les tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine ou encore le risque d'un Brexit dur pèsent sur les perspectives de croissance. En revanche, les efforts en termes de politique monétaire pour soutenir la croissance (baisse des taux) viennent limiter ce ralentissement (Trends-Tendance, 2019).

Afin d'obtenir la valeur terminale, la formule suivante a été appliquée :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{CF_t * (1 + g)}{r - g}$$

Où

$g$  = *taux de croissance LT*

$r$  = *taux d'actualisation*

$t$  = *dernière année de la période de projection*

La valeur terminale de l'entreprise est observable dans le tableau récapitulatif de la DCF (Voir Sous-section 4 - Table 16 ci-après).

### *Sous-section 3 : Estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC)*

Après avoir estimé et projeté les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise ainsi que la valeur terminale, il convient d'estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC) du groupe Deceuninck. Pour ce faire, je vais passer en revue les différentes hypothèses relatives aux coûts de la dette et des fonds propres ainsi que celle relatives à la structure de capital cible de l'entreprise.

La table ci-dessous illustre le calcul d'estimation du coût moyen pondéré du capital (WACC) :

Deceuninck - WACC	
28/06/19	Commentaires
Taux sans risque	0.4% BCE obligations notées AAA (EUR-30 ans)
Prime de risque pays	1.5% Pondérée en fonction des ventes par région (basée sur la publication de Damodaran - Jan. 19)
Prime de risque de marché	5.8% KPMG Standard (31 mars 2019)
Beta <i>unlevered</i>	0.6 Basé sur les comparables
Taux d'imposition	29.6% Taux d'imposition - Belgique
D/E	42.7% Calculé
Beta <i>relevered</i>	0.8 Calculé
Prime alpha	5.5% Risque spécifique à l'entreprise (Turquie, prix du PVC, Risque lié au taux de change)
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>11.9% Calculé</b>
Coût de la dette avant impôts	5.9% Basé sur le taux d'intérêt effectif payés par l'entreprise (FY14-FY18)
Taux d'imposition	29.6% Taux d'imposition - Belgique
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>4.2% Calculé</b>
E/D+E	70.1% Calculé
D/D+E	29.9% Basé sur les comparables
D/E	42.7% Calculé
<b>WACC</b>	<b>9.6% Calculé</b>

Table 16 : Calcul du WACC - récapitulatif

**Taux sans risque et prime de risque pays :** un taux sans risque long-terme (30 ans) de 0.4% au 28 juin 2019 a été utilisé ; basé sur les obligations émises en EUR et notées AAA (BCE, 2019). De plus une prime de risque pays pondérée en fonction des activités de Deceuninck dans ses différentes régions a été ajoutée. Plus précisément, j'ai tenu compte du risque additionnel pour le groupe d'avoir des activités dans des pays risqués comme celui de la Turquie. Étant donné qu'environ 30% du chiffre d'affaire provient de la Turquie et des marchés émergents et que la prime de risque de la Turquie<sup>1</sup> est de 5% (Damodaran, 2019), j'ai ajouté 1.5% de prime de risque pondérée.

<sup>1</sup> Étant donné qu'il n'y a pas de répartition de l'activité du groupe au sein du segment Turquie et marchés émergents, j'ai approximé le risque des activités au sein de cette région par la prime de risque de la Turquie.

**Prime de risque de marché :** chaque année, l'entreprise KPMG publie une estimation de la prime de risque de marché globale basée sur 4 principaux index : AEX (Pays-bas), S&P 500 (US), FTSE (UK) et le STOXX 600 (Europe). Le rendement observé pour ces index est comparé aux rendements délivrés par les obligations d'État long terme correspondantes : obligations d'État néerlandaise, américaine, britannique et allemande respectivement (KPMG, 2019).

Dans l'ensemble, on observe un léger rebond concernant les rendements des index analysés. D'autre part, la chute générale des obligations d'État vient augmenter la prime de risque de marché pour atteindre 5.75% (KPMG, 2019). Les graphiques des rendements d'index et d'obligations d'État utilisés dans le cadre du rapport publié par KPMG sont consultables en annexes (Annexe 5 et Annexe 6).

**Beta :** afin d'obtenir le beta pour le groupe Deceuninck, j'ai tout d'abord observé les betas sans endettement (« unlevered beta ») ainsi que le niveau d'endettement des entreprises comparables<sup>1</sup> :

<b>Deceuninck - Entreprises comparables</b>		
	<b>Unlevered beta</b>	<b>D/D+E</b>
JELD-WEN Holding, Inc. (NYSE:JELD)	0.505	50.7%
Arbonia AG (SWX:ARBN)	1.146	20.3%
Quanex Building Products Corporation (NYSE:NX)	N.A.	29.9%
Inwido AB (OM:INWI)	0.702	41.8%
Eurocell plc (LSE:ECEL)	0.206	12.0%
<b>Moyenne</b>	<b>0.640</b>	<b>30.9%</b>
<b>Médiane</b>	<b>0.604</b>	<b>29.9%</b>

Source: Bloomberg

Table 17 : Entreprises comparables: "Unlevered beta" et niveau d'endettement

Afin de rendre la comparaison possible, il est important de retirer tout impact de la structure financière propre à chaque comparable du beta. On obtient alors une médiane de 0.604 pour le beta *unlevered* basé sur l'analyse des entreprises comparables au groupe Deceuninck. Par la suite, il convient d'analyser le niveau d'endettement des entreprises comparables. L'analyse du groupe de pairs nous permet de conclure qu'un endettement de 29.9% constitue la médiane sur le marché.

<sup>1</sup> Dont la liste sera développée dans la section 2 relative à la méthode des multiples.

La dernière étape consiste alors à transformer le beta *unlevered* en *levered* au moyen de la formule suivante :

$$\beta_L = \beta_U * \left( 1 + \left( \frac{D}{E} * (1 - T) \right) \right)$$

Où

$$\frac{D}{E} = \text{Structure de capital observée sur le groupe de comparables}$$

$$T = \text{Taux d'imposition}^1 \text{ des sociétés en Belgique (29.58\%)}$$

Après calcul du ratio de dettes sur fond propres (D/E), on obtient finalement un beta « levered » de 0.8. Cela signifie que le rendement attendu sur l'action Deceuninck est quasiment comparable (plus faible variation) aux rendements du marché.

**Taux d'imposition :** Étant donné que le groupe est établi en Belgique, j'ai utilisé le taux d'imposition des sociétés du pays (29.58%). Suite à la réforme en 2018 de l'impôt des sociétés en Belgique, le taux est passé de 33.99% à 29.58% à partir de 2019 (Académie fiscale, 2018). Pour plus d'information, le lecteur peut se référer à l'Annexe 7 reprenant un tableau récapitulatif des changements liés à cette réforme.

**Prime alpha :** Cette prime, variant généralement de 1% à 6%, permet de tenir compte du risque spécifique de l'entreprise. Pour Deceuninck, j'ai fixé cette prime à 5% étant donné les incertitudes liées à la situation turque, aux taux de change et à l'évolution du prix du PVC.

**Coût de la dette (pré-taxe) :** Le coût de la dette pré-taxe a été défini en fonction des intérêts payés par l'entreprise sur les dettes financières au cours des années précédentes. Le calcul de ce taux a été expliqué précédemment dans la section relative au plan de la dette et est égale à 5.9%.

En conclusion, les différentes hypothèses mobilisées pour l'estimation du coût moyen pondéré du capital (WACC) ont abouti à un WACC de 9.6% pour le groupe Deceuninck.

---

<sup>1</sup> La justification de ce taux sera développée au point suivant

*Sous-section 4 : Actualiser la valeur des flux de trésorerie disponibles prévisionnels ainsi que la valeur terminale*

Après avoir projeté les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise ainsi que la valeur terminale et après estimation du coût moyen pondéré du capital (WACC), l'étape suivante consiste à actualiser ces valeurs en utilisant le WACC comme taux d'actualisation.

La table suivante illustre le résultat de l'actualisation :

Flux de trésorerie disponibles (FCFF) (en € milliers)	30-juin-19	31-déc-19	31-déc-20	31-déc-21	31-déc-22	31-déc-23	TV (Gordon)
EBIT	20 964.06	41 928.12	42 717.27	46 378.00	48 713.08	51 124.26	
Impôts	(3 014.12)	(6 028.24)	(6 299.13)	(7 624.30)	(8 500.48)	(9 495.03)	
Dépréciations et amortissements	15 700.49	31 400.99	33 563.73	35 530.72	37 319.67	38 946.70	
Investissement (Capex)	(28 235.92)	(56 471.84)	(51 360.39)	(46 711.58)	(42 483.56)	(38 638.23)	
Variation du fond de roulement net	15 884.50	31 769.01	486.90	185.54	161.93	610.96	
<b>FCFF</b>	<b>(10 469.99)</b>	<b>(20 939.99)</b>	<b>18 134.58</b>	<b>27 387.30</b>	<b>34 886.78</b>	<b>41 326.75</b>	<b>42 070.63</b>
WACC	9.6%						
Taux de croissance LT	1.8%						
Valeur terminal							542 117.96
Période d'actualisation		0.25	1	2	3	4	4
Facteur d'actualisation		1.00	0.91	0.83	0.76	0.69	0.69
<b>Valeur actualisée des FCFF</b>		<b>(20 939.99)</b>	<b>16 552.13</b>	<b>22 816.12</b>	<b>26 527.72</b>	<b>28 682.46</b>	<b>376 252.20</b>
Valeur de l'entreprise	449 890.64						
Dettes nettes (cash)	116 771.00						
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>333 119.64</b>						
Nombre d'actions en circulation	136 732 506						
<b>Prix de l'action</b>	<b>2.44 €</b>						

Table 18 : Récapitulatif de la DCF

Concernant l'actualisation, il convient de mentionner quelques remarques. Tout d'abord, étant donné que l'entreprise génère les flux de trésorerie disponibles au cours de l'année et non à la fin, j'ai décidé de procéder à une actualisation semestrielle (« mid-year discounting »). Cela implique une modification au niveau de la période d'actualisation. En effet, au lieu d'avoir une période d'actualisation de 1 pour la première année, on aura une période de 0.5 dû au fait que l'on actualise au milieu de l'année (Gutmann, 2013).

La deuxième remarque fait référence à ma date de valorisation (28/06/19) et au fait que la première année de ma projection ne représente pas une année complète mais bien une demi-année seulement. Étant donné mon actualisation semestrielle (« mid-year discounting »), je vais actualiser les premiers flux de trésorerie aux environs du 1<sup>er</sup> octobre, à mi-chemin entre le 28/06/19 et la fin de l'année ; soit une période d'actualisation de 0.25. Pour 2020, je vais actualiser mes flux de trésorerie au milieu de l'année étant donné mon actualisation semestrielle ; c'est-à-dire au 01/07/19, soit 1 an à partir de ma date de valorisation. Finalement, je vais ajouter une période pour chaque année suivante.

La somme des valeurs actualisées des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise me donne finalement une valeur d'entreprise égale à €449.9m. Pour obtenir le prix de l'action, il faut au

préalable calculer la valeur des fonds propres qui s'obtient en soustrayant les dettes nettes<sup>1</sup> de la valeur d'entreprise. On obtient finalement un prix de l'action de €2.44.

### *Sous-section 5 : Réaliser une analyse de sensibilité*

Avant de conclure sur la valeur de l'entreprise obtenue grâce à la DCF, une dernière étape consiste à mener une analyse de sensibilité. En effet, un des défauts premiers de la DCF réside dans le fait que la valeur d'entreprise obtenue in fine dépend fortement de toutes les hypothèses émises lors de l'analyse. C'est pourquoi, une analyse de sensibilité faisant varier des éléments sensibles comme le WACC et le taux de croissance long-terme ont été réalisées. Les deux tables ci-dessous résument les résultats de ces analyses :

Deceuninck - Analyse de sensibilité sur la valeur de l'entreprise					
WACC	Taux de croissance LT				
	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
449 890.64					
8.5%	502 056.19	515 265.03	529 262.45	544 121.26	559 923.47
9.0%	465 580.09	476 928.54	488 907.45	501 570.88	514 979.21
9.6%	430 041.92	439 716.94	<b>449 890.64</b>	460 602.60	471 896.70
10.0%	405 430.57	414 026.75	423 042.25	432 508.53	442 460.26
10.5%	380 349.30	387 913.15	395 824.76	404 108.69	412 791.84
<b>Intervalle de valeur : [€423.0m - €488.9m]</b>					

Deceuninck - Analyse de sensibilité sur la valeur des fonds propres					
WACC	Taux de croissance LT				
	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
333 119.64					
8.5%	385 285.19	398 494.03	412 491.45	427 350.26	443 152.47
9.0%	348 809.09	360 157.54	372 136.45	384 799.88	398 208.21
9.6%	313 270.92	322 945.94	<b>333 119.64</b>	343 831.60	355 125.70
10.0%	288 659.57	297 255.75	306 271.25	315 737.53	325 689.26
10.5%	263 578.30	271 142.15	279 053.76	287 337.69	296 020.84
<b>Intervalle de valeur : [€306.3m - €372.1m]</b>					

Table 19 : Analyse de sensibilité pour la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Comme le démontre la Table 19, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) fournit finalement un intervalle de valeur d'entreprise compris entre €423.0m et €488.9m ; ce qui correspond à un intervalle de valeur des fonds propres compris entre €306.3m et €372.1m. En termes de prix de l'action, nous obtenons finalement un intervalle compris entre €2.24/action et €2.72/action.

À titre de comparaison, il convient de mentionner l'intervalle de prix cible recommandé par les analystes suivants le groupe Deceuninck. Parmi les quatre analystes<sup>2</sup> suivant l'entreprise répertoriés sur Bloomberg, on peut observer un intervalle de prix cible compris entre €2.20 et €2.45. Le prix cible obtenu par la méthode d'actualisation de flux de trésorerie disponibles (€2.44/action) se retrouve dans l'intervalle recommandé par les analystes.

<sup>1</sup> Les dettes nettes reflètent les dettes financières de l'entreprise auxquelles le cash a été soustrait. Les provisions pour pensions ainsi que celles pour risques et charges sont généralement incluses étant donné que ces dépenses vont avoir lieu à moyen terme.

<sup>2</sup> Giel-Jan Triest (ING Bank), Wim Hoste (KBC Securities), Nathalie Debruyne (Bank Degroof Petercam), Kris Kippers (Kepler-Cheuvreux)

## Section 2 : Méthode des multiples (entreprises comparables)

Afin de vérifier les résultats de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF), il convient de réaliser la méthode des multiples basés sur les entreprises comparables.

Cette méthodologie est composée de 4 étapes distinctes:

- 1) La sélection des entreprises comparables
- 2) Le recueil d'informations financières historiques et projetées
- 3) Le calcul et l'analyse des multiples obtenus
- 4) L'application des multiples

L'objectif de cette section est de développer la méthode des multiples utilisée afin d'aboutir à une valeur d'entreprise pour le groupe Deceuninck. L'intervalle de valeur sera ensuite comparé à la valeur obtenue grâce à la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

### *Sous-section 1 : La sélection des entreprises comparables*

Afin de sélectionner les entreprises comparables au groupe Deceuninck, un filtrage a été réalisé sur la base de données financières S&P Capital IQ accessible lors de mon stage chez KPMG.. La recherche consistait à trouver les sociétés cotées, internationales, dans l'industrie des produits de construction se focalisant sur la production et la distribution de profilés en PVC pour fenêtres et portes. Étant donné que Deceuninck ne dispose pas d'entreprises cotées parfaitement comparables, la recherche a été étendue aux producteurs et distributeurs de portes et fenêtres en PVC. La liste d'entreprises comparables retenue incluent des sociétés opérant sur des marchés internationaux afin de représenter au mieux la présence géographique du groupe Deceuninck. De plus, un intérêt particulier pour le business model a été porté lors de l'analyse. En effet, d'une part, les sociétés reprises assurent la production de leurs produits ; d'autre part, elles ne vendent pas directement aux consommateurs finaux mais plutôt aux distributeurs, revendeurs, etc. Cinq entreprises ont finalement été retenues afin de réaliser la méthode des multiples.

Voici la liste des entreprises comparables retenues pour le groupe Deceuninck :



Figure 3 : Logo de Jeld Wen Holding (Source: site web de l'entreprise)

JELD-WEN holding Inc. est une entreprise américaine active dans la production et la distribution de fenêtres (en bois, aluminium et PVC) et de portes en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Elle vend directement aux distributeurs et revendeurs et elle dispose de plusieurs marques locales pour ce faire (Capital IQ, 2019).



Figure 4 : Logo de Arbonia AG (Source: site web de l'entreprise)

Arbonia AG est une société suisse dont la production et la distribution de systèmes pour fenêtres et portes en bois, aluminium et PVC représente plus de 50% de leur activité. La société fournit le marché de la construction en Suisse, en Allemagne ainsi qu'internationalement (Capital IQ, 2019).



Figure 5 : Logo de Quanex building products (Source: site web de l'entreprise)

Quanex building products Corp. est une entreprise américaine dont 70% de leur activité consiste en la production et la vente de profilés en PVC en Amérique du Nord et en Europe. La société fournit ses produits et services aux distributeurs (Capital IQ, 2019).



Figure 6 : Logo de Inwido AB (Source: site web de l'entreprise)

Inwido AB est une société suédoise produisant et commercialisant des portes et fenêtres en bois et en aluminium. L'entreprise se concentre principalement sur le marché européen et vend ses produits aux entreprises de construction, aux fabricants de maisons préfabriquées et aux revendeurs (Capital IQ, 2019).



All together better

Figure 7 : Logo de Eurocell Plc. (Source: site web de l'entreprise)

Eurocell Plc est une entreprise britannique produisant, distribuant et recyclant des profilés en PVC au Royaume-Uni. Ses clients incluent les fabricants tierces, les installateurs et les entreprises de construction de maisons (Capital IQ, 2019).

### *Sous-section 2 : Le recueil d'informations financières historiques et projetées*

Une fois la liste des entreprises comparables établie, il faut extraire de la base de données les informations financières historiques et projetées pour chaque comparable. Cette étape va permettre par la suite de calculer les multiples utiles pour l'entreprise Deceuninck.

### *Sous-section 3 : Le calcul et l'analyse des multiples obtenus*

Après avoir extrait les informations financières de la base de données vers un fichier Excel, l'étape suivante consiste à calculer les différents multiples utiles dans le cadre de notre valorisation.

Pour rappel, il existe deux types de multiples : les multiples opérationnels (prenant la valeur d'entreprise au numérateur) et les multiples de fond propres (prenant la valeur de marché des fonds propres au numérateur) (Gutmann, 2013). Étant donné que les multiples opérationnels ne sont pas impactés par la structure de capital de l'entreprise, ces derniers permettent de faire une meilleure comparaison inter-entreprises et constituent dès lors de meilleurs multiples (Investopedia, 2019).

En outre, le numérateur est toujours exprimé avec les données les plus récentes au moment de l'analyse. Cependant, il est possible de prendre plusieurs périodes différentes pour le dénominateur du multiple. Par exemple, le multiple VE/EBITDA peut être calculé en prenant l'EBITDA de 2018 ("trailing multiple") ou celui de 2019 ("forward multiple") (Gutmann, 2013). Dans le cadre de cette analyse, les « forward multiples » ont été retenus. En effet, ces derniers correspondent davantage au principe de valorisation dans le sens où la valeur d'une entreprise reflète la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs et non passés (Investopedia, 2019).

Les trois multiples opérationnels les plus communément utilisés ont donc été calculés pour la méthode des multiples basés sur les entreprises comparables. La table suivante reprend les différents multiples calculés pour la valorisation relative du groupe Deceuninck :

<b>Deceuninck - Entreprises comparables (forward multiples)</b>				
<b>29/05/19</b>	<b>Capitalisation boursière (€'m)</b>	<b>EV/Rev (FY19E)</b>	<b>EV/EBITDA (FY19E)</b>	<b>EV/EBIT (FY19E)</b>
JELD-WEN Holding, Inc. (NYSE:JELD)	1791.2	0.8x	7.6x	10.6x
Arbonia AG (SWX:ARBN)	695.9	0.6x	6.7x	15.8x
Quanex Building Products Corporation (NYSE:NX)	478.9	0.8x	7.7x	15.8x
Inwido AB (OM:INWI)	306.4	0.9x	6.7x	9.5x
Eurocell plc (LSE:ECEL)	249.8	0.9x	7.5x	10.0x
<b>Moyenne</b>		<b>0.8x</b>	<b>7.2x</b>	<b>12.3x</b>
<b>Médiane</b>		<b>0.8x</b>	<b>7.5x</b>	<b>10.6x</b>
<b>Deceuninck NV (ENXTBR:DECB)</b>	<b>286.9</b>	<b>0.6x</b>	<b>5.1x</b>	<b>8.8x</b>

Sources: Capital IQ

Table 20 : "Forward multiples" du groupe de comparables

Dans l'ensemble, on peut observer que les actions du groupe Deceuninck se négocient à des multiples plus faibles que le groupe des comparables. En effet, la dépréciation de la livre turque a fortement pesé sur les résultats récents de Deceuninck, comme évoqué précédemment. Dès lors, les investisseurs ont revu leurs estimations et considèrent Deceuninck comme plus risqué. Cela se ressent sur le marché avec des multiples inférieurs à la moyenne établie par le groupe des comparables.

#### *Sous-section 4 : L'application des multiples*

Après calcul et analyse des multiples obtenus, la dernière étape consiste à appliquer ces multiples au groupe Deceuninck. La table ci-dessous résume les principaux résultats obtenus grâce à cette méthodologie :

<b>Valeur de Deceuninck basée sur le multiple EV/Rev (en €'000)</b>	
Chiffre d'affaire (FY19E)	686 730.40
EV/Rev (FY19E)	0.8x
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>564 492.39</b>

<b>Valeur de Deceuninck basée sur le multiple EV/EBITDA (en €'000)</b>	
EBITDA (FY19E)	73 283.05
EV/EBITDA(FY19E)	7.5x
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>548 157.22</b>

<b>Valeur de Deceuninck basée sur le multiple EV/EBIT (en €'000)</b>	
EBIT (FY19E)	41 928.12
EV/EBIT (FY19E)	10.6x
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>444 438.04</b>

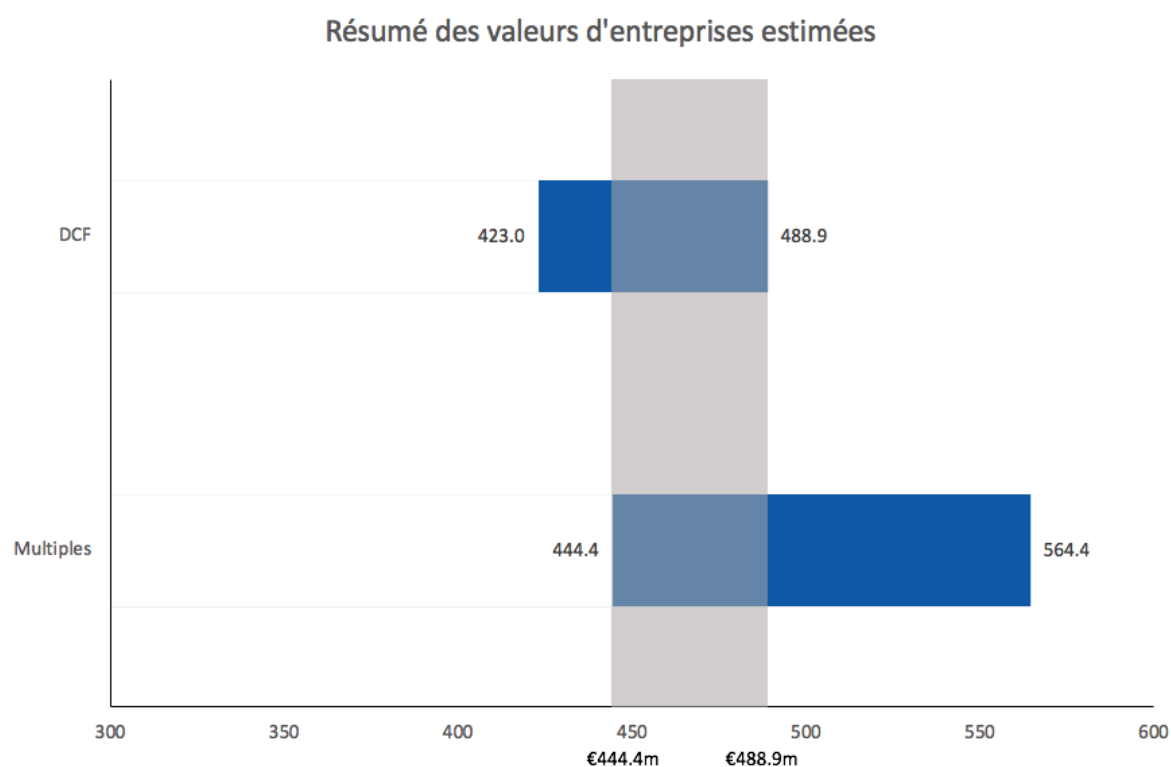
  

<b>Intervalle de valeur : [€444.4m - €564.5m]</b>
---

Table 21 : Intervalle de valeur d'entreprise pour Deceuninck basée sur la méthode des multiples

Les médianes ont été appliquées étant donné la similitude des valeurs observées pour chaque multiple au sein du groupe de comparables. Pour rappel, les « forward multiples » ont été retenus ; j’ai donc pris les valeurs projetées du chiffre d’affaire, de l’EBITDA ainsi que de l’EBIT, basées sur mes projections financières, pour estimer la valeur de l’entreprise.

En conclusion, nous observons que l’intervalle de valeur d’entreprise obtenu grâce à la méthode des multiples se situe dans le même ordre de grandeur que celui obtenu au travers de l’actualisation des flux de trésorerie disponibles ([€423.0m - €488.9m]). La méthode des multiples nous donne un intervalle un peu plus élevé dus aux multiples plus élevés sur le marché actuellement. Cette méthode des multiples nous a donc permis de vérifier les résultats obtenus au travers de la DCF en se focalisant sur le marché plutôt que sur le groupe Deceuninck et ses perspectives de croissance en interne.



Graphique 11 : Football field

Comme le démontre le graphique ci-dessus, l’intervalle de valeur d’entreprise final obtenu grâce aux deux méthodes de valorisation se situe entre €444.4m et €488.9m ; ce qui correspond à un prix cible de l’action du groupe compris entre 2.40€ et 2.72€.

## Conclusion générale

Pour rappel, l'objectif de ce mémoire est de valoriser le groupe Deceuninck au moyen de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) ainsi que de l'approche des multiples basés sur les entreprises comparables. Le but final de ce rapport est de fournir une recommandation d'achat ou de vente basée sur le prix cible obtenu pour l'action du groupe.

Comme développé dans le chapitre précédent, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie nous donne une valeur d'entreprise de €449.9m compris dans l'intervalle de valeur [€423.0m-€488.9m] obtenu grâce à l'analyse de sensibilité.

L'approche des multiples basée sur les entreprises comparables nous donne un intervalle de valeur compris entre €444.4m et €564.5m. En comparant les résultats avec ceux obtenus au travers de la DCF, nous arrivons finalement à un intervalle de valeur d'entreprise compris entre €444.4m et €488.9m ; qui se traduit par un prix cible compris entre €2.40/action et €2.72/action.

Étant donné que le prix de l'action du groupe Deceuninck s'élève à €2.02/action au 28 juin 2019 (date de valorisation), ce rapport fournit une recommandation d'achat sur l'action de l'entreprise. En effet, avec un prix cible de €2.44/action, l'action du groupe Deceuninck offre un potentiel bénéfique de l'ordre de 20.8%. Ce rendement espéré sur l'action provient également du fait que l'entreprise est actuellement frappé par la crise turque.

Comme évoqué tout au long du rapport, le groupe dispose de plusieurs facteurs-clés de croissance tels que leur intérêt pour l'écologie et la technologie ou encore leur expertise dans la transformation du PVC. D'un point de vue financier, une croissance du chiffre d'affaire de l'ordre de 1.90% est attendue sur les cinq prochaines s'accompagnant d'une augmentation des flux de trésorerie disponibles pour atteindre €41.3m au terme de l'horizon de projection défini.

Cependant, étant donné l'incertitude planant sur le marché turque, une mise à jour de cette analyse pourra être réalisée dès que la situation turque sera plus claire.

## Bibliographie

### Livres

- Gutmann, A. (2013). *How to be an investment banker: Recruiting, interviewing, and landing the job*. NJ: Wiley & sons.
- De jerald, P., Elaine, H., Robinson, T. Stowe, D. & Miller, P. (2015). *Equity Asset Valuation* (3è éd.). Hoboken, NJ: Wiley & sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3è éd.). Hoboken, NJ: Wiley & sons.

### Rapports

- Kepler-Cheuvreux. (2018). *Turkey blurs the nice view*. Document non publié.
- CFA Institute. (2017). *Barna business school student research*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2018). *Annual Report 2018*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2018). *Half Year Financial Report 2018*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2017). *Annual Report 2017*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2017). *Half Year Financial Report 2017*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2016). *Annual Report 2016*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2016). *Half Year Financial Report 2016*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2015). *Annual Report 2015*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2015). *Half Year Financial Report 2015*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2014). *Annual Report 2014*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2014). *Half Year Financial Report 2014*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2013). *Annual Report 2013*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2013). *Half Year Financial Report 2013*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2009). *Annual Report 2009*. Document non publié.
- Deceuninck NV, (2008). *Annual Report 2008*. Document non publié.

### Sites internet

- Glass on Web (2018). *Deceuninck wins G18 Product of the Year with Linktrusion™ technology*. En ligne <https://www.glassonweb.com/news/deceuninck-wins-g18-product-year-with-linktrusiontm-technology>, consulté le 13 décembre 2018.

- Trends Tendance (2014). *Deceuninck achète le leader turc des fenêtres en PVC pour 20 millions*. En ligne <https://trends.levif.be/economie/entreprises/deceuninck-achete-le-leader-turc-des-fenetres-en-pvc-pour-20-millions/article-normal-185557.html>, consulté le 13 décembre 2018.
- L’Echo (2018). *Deceuninck a perdu 40% de sa valeur en un an*. En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/construction/deceuninck-a-perdu-40-de-sa-valeur-en-un-an/10039882.html>, consulté le 13 décembre 2018.
- Reading, D. (2018). U.S. Homebuilding 2019 Outlook. *Bloomberg Intelligence*.
- Reading, D. (2018). Macro Homebuilding Landscape: Slowing Growth. *Bloomberg Intelligence*.
- Reading, D. (2018). Hurricane Florence: Who's Exposed, What's the Impact. *Bloomberg Intelligence*.
- KPMG. (2019). *Equity market risk premium: Research summary*. En ligne <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2019/advisory/equity-market-risk-premium-research-summary-31032019.pdf>, consulté le 16 juillet 2019.
- Investopedia. (2019). *Beta*. En ligne <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>, consulté le 25 juillet 2019.
- Deceuninck. (2019). *Deceuninck quadruple la capacité de recyclage du PVC jusqu'à 45 000 tonnes par an*. En ligne <https://www.deceuninck.be/fr/blog/quadruple-la-capacite-de-recyclage-du-pvc>, consulté le 5 février 2019.
- Winfera. (2019). *Winfera pose des fenêtres et des portes en PVC*. En ligne <https://www.winfera.be/fr/produits/pvc/portes-et-fenetres>, consulté le 7 juin 2019.
- PlasticsEurope. (2018). *L'industrie des matières plastiques, une industrie performante et contestée*. En ligne <https://www.plasticseurope.org/fr/newsroom/press-releases/archive-cp-2018/lindustrie-des-matieres-plastiques-une-industrie-performante-et-contestee>, consulté le 6 juin 2019.
- InvestorWords. (2019). *Internal growth definition*. En ligne [http://www.investorwords.com/10075/internal\\_growth.html](http://www.investorwords.com/10075/internal_growth.html), consulté le 24 juillet 2019.
- Investopedia. (2019). *Multiples approach*. En ligne <https://www.investopedia.com/terms/m/multiplesapproach.asp>, consulté le 25 juillet 2019.

- Deceuninck. (2019). *Denominator change (press release)*. En ligne <http://www.deceuninck.com/en/show-press.aspx?id=360&language=FR>, consulté le 5 juillet 2019.
- L'Echo. (2015). *Le marché turc booste les ventes de Deceuninck*. En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/construction/le-marche-turc-booste-les-ventes-de-deceuninck/9632619.html>, consulté le 12 juin 2019.
- L'Echo. (2014). *Deceuninck signe sa première acquisition depuis dix ans*. En ligne <https://www.lecho.be/nieuws/archief/deceuninck-signe-sa-premiere-acquisition-depuis-dix-ans/9537285.html>, consulté le 12 juin 2019.
- Deceuninck. (2018). *Deceuninck reçoit la certification VinylPlus®*. En ligne <https://www.deceuninck.be/fr/vinylplus-certification>, consulté le 5 juin 2019.
- Encyclopedia.com. (2019). *Deceuninck N.V.* En ligne <https://www.encyclopedia.com/books/politics-and-business-magazines/deceuninck-nv>, consulté le 5 juin 2019.
- Deceuninck. (2017). *Deceuninck History*. En ligne <https://hispecwindow.com/deceuninck-history>, consulté le 4 juin 2019.
- De Tijd. (2019). *Deceuninck maakt vuist tegen Britse reus Ineos*. En ligne <https://www.tijd.be/dossier/rekenmeester/deceuninck-maakt-vuist-tegen-britse-reus-ineos/10094411.html>, consulté le 10 juin 2019.
- KBC Group. (2019). *Deceuninck préfère fabriquer près du client*. En ligne <https://www.kbc.be/corporate/fr/articles/financer/immobilier/deceuninck.html>, consulté le 10 juin 2019.
- Trends Tendances. (2019). *David Solomon, CEO de Goldman Sachs: "Nous n'anticipons pas de crise financière majeure en 2020"*. En ligne [https://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/david-solomon-ceo-de-goldman-sachs-nous-n-anticipons-pas-de-crise-financiere-majeure-en-2020/article-normal-1164067.html?utm\\_source=Newsletter-15/07/2019&utm\\_medium=Email&utm\\_campaign=Newsletter-RNBTECZ&](https://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/david-solomon-ceo-de-goldman-sachs-nous-n-anticipons-pas-de-crise-financiere-majeure-en-2020/article-normal-1164067.html?utm_source=Newsletter-15/07/2019&utm_medium=Email&utm_campaign=Newsletter-RNBTECZ&), consulté le 16 juillet 2019.
- Deceuninck. (2015). *Public offer retail bond 2015: prospectus*. En ligne [http://www.deceuninck.com/downloads/corporate-governance/Prospectus\\_synthese\\_FR.PDF](http://www.deceuninck.com/downloads/corporate-governance/Prospectus_synthese_FR.PDF), consulté le 29 juillet 2019.

- European Bank for Reconstruction and Development. (2015). *EBRD invests in greater efficiency at Turkey's Ege Profil PVC*. En ligne <https://www.ebrd.com/news/2015/ebrd-invests-in-greater-efficiency-at-turkeys-ege-profil-pvc.html>, consulté le 19 juillet 2019.
- L'Echo de la baie. (2016). *Deceuninck, nouvel élan*. En ligne <https://www.lechodelabaie.fr/wp-content/uploads/2017/09/portrait-109-deceuninck-un-nouvel-elan.pdf>, consulté le 19 juillet 2019.
- Trends Tendances. (2016). *Deceuninck réalise d'importants investissements*. En ligne <https://initiedelabourse.levif.be/bourse/avis/deceuninck-realise-d-importants-investissements/article-normal-556565.html>, consulté le 19 juillet 2019.
- Global Market Insights. (2017). *Window and door frame market size : Industry trends report 2024*. En ligne <https://www.gminsights.com/industry-analysis/window-and-door-market>, consulté le 20 juillet 2019.
- The Street. (2018). *Turkey's Currency Crisis: What Happened, What's Next, Why It Matters*. En ligne <https://www.thestreet.com/markets/turkey-s-currency-crisis-what-happened-what-s-next-why-it-matters-14679835>, consulté le 20 juillet 2019.
- Congressional Research Service. (2018). *Turkey's currency crisis*. En ligne <https://fas.org/sgp/crs/mideast/IF10957.pdf>, consulté le 20 juillet 2019.
- The Guardian. (2018). *How serious is Turkey's lira crisis and what are the implications?* En ligne <https://www.theguardian.com/world/2018/aug/13/how-serious-is-turkeys-lira-crisis-and-what-are-the-implications>, consulté le 20 juillet 2019.
- RTBF. (2019). *Turquie: pourquoi ce deuxième scrutin stambouliote affaiblira le parti d'Erdogan*. En ligne [https://www.rtf.be/info/monde/detail\\_turquie-pourquoi-ce-deuxieme-scrutin-stambouliote-affaiblira-le-parti-d-erdogan?id=10253439](https://www.rtf.be/info/monde/detail_turquie-pourquoi-ce-deuxieme-scrutin-stambouliote-affaiblira-le-parti-d-erdogan?id=10253439), consulté le 20 juillet 2019.
- RTBF. (2019). RTBF. *Turquie: le candidat d'Erdogan concède sa défaite à l'élection d'Istanbul*. En ligne [https://www.rtf.be/info/monde/detail\\_turquie-le-candidat-d-erdogan-concede-sa-defaite-a-l-election-d-istanbul?id=10253817](https://www.rtf.be/info/monde/detail_turquie-le-candidat-d-erdogan-concede-sa-defaite-a-l-election-d-istanbul?id=10253817), consulté le 20 juillet 2019.
- AXA Bank. (2018). *Flandre : droits d'enregistrement à 7% pour l'habitation propre*. En ligne <https://www.axabank.be/fr/blog/flandres-7-pourcent-droits-d-enregistrement>, consulté le 10 juillet 2019.
- Damodaran, A. (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. En ligne [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html), consulté le 25 juillet 2019.

- Euroconstruct. (2019). *87th EUROCONSTRUCT Conference (Press release)*. En ligne [http://www.euroconstruct.org/ec/press/pr2019\\_87](http://www.euroconstruct.org/ec/press/pr2019_87), consulté le 13 juillet 2019.
- Global Market Insights. (2017). *Window and door frame market size: Industry trends report 2024*. En ligne <https://www.gminsights.com/industry-analysis/window-and-door-market>, consulté le 20 juillet 2019.
- Investopedia. (2019). *Make whole call provision*. En ligne <https://www.investopedia.com/terms/m/make-wholecall.asp>, consulté le 28 juillet 2019.
- United States Census Bureau. (2019). *Building permits survey*. En ligne <https://www.census.gov/construction/bps/>, consulté le 15 juin 2019.
- Reuters. (2019). *Trump announces nominees to fill two vacant Fed seats*. En ligne <https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-waller/trump-announces-nominees-to-fill-two-vacant-fed-seats-idUSKCN1TX2WL>, consulté le 30 juin 2019.
- Professional Warranty Service Corporation. (2018). *Structural Home Warranty Pros Examine Building Trends After 2017 Hurricanes*. En ligne <https://www.pwsc.com/blog/2018-home-builders-rebound-hurricanes/>, consulté le 21 juillet 2019.
- Académie fiscale. (2018). *Taux de l'impôt des sociétés (isoc) entre 2018 et 2021*. En ligne <http://academiefiscale.be/taux-de-limpot-des-societes-isoc-entre-2018-et-2021/>, consulté le 25 juillet 2019.
- Trends Tendence. (2019). *La crise turque pèse sur Deceuninck*. En ligne <https://initiedelabourse.levif.be/bourse/avis/actions/la-crise-turque-pese-sur-deceuninck/article-normal-1148509.html>, consulté le 20 juillet 2019.
- Bruxelles environnement. (2019). *La performance énergétique des bâtiments (PEB)*. En ligne <https://environnement.brussels/thematiques/batiment/obligations/la-performance-energetique-des-batiments-peb>, consulté le 20 juillet 2019.
- Wallonie Énergie SPW. (2019). *La réglementation wallonne : PEB*. En ligne <https://energie.wallonie.be/fr/reglementation-wallonne-sur-la-peb.html?IDC=7224>, consulté le 20 juillet 2019.
- Deceuninck. (2019). *Énergie 2020: tout un programme!* En ligne <https://www.deceuninck.be/fr/blog/energie-2020-tout-un-programme>, consulté le 20 juillet 2019.

- De Tijd. (2019). *Deceuninck maakt vuist tegen Britse reus Ineos*. En ligne <https://www.tijd.be/dossier/rekenmeester/deceuninck-maakt-vuist-tegen-britse-reus-ineos/10094411.html>, consulté le 20 juillet 2019.
- De Tijd. (2017). *Sofina slikt stevig verlies op Deceuninck door*. En ligne <https://www.tijd.be/markten-live/nieuws/aandelen/sofina-slikt-stevig-verlies-op-deceuninck-door/9958838.html>, consulté le 26 juillet 2019.

## Annexes

## Annexe 1 : Bilan prévisionnel (1/2)

ASSETS (in € thousands)	FY14	FY15	FY16	FY 17	FY 18	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Intangible fixed assets	5 921.00	5 392.00	4 420.00	6 118.00	5 500.00	6 282.40	6 782.40	7 282.40	7 782.40	8 282.40
Goodwill	10 871.00	10 741.00	10 710.00	10 677.00	10 639.00	10 639.00	10 639.00	10 639.00	10 639.00	10 639.00
Tangible fixed assets	215 648.00	218 801.00	253 998.00	252 946.00	268 817.00	295 269.50	314 542.96	327 287.17	334 093.12	372 731.35
Gross PP&E	650 186.00	678 599.00	724 854.00	655 365.00	689 231.00	745 702.84	797 063.23	843 774.81	886 258.37	924 896.60
Accumulated depreciation and impairment	(434 538.00)	(459 798.00)	(470 856.00)	(402 419.00)	(420 414.00)	(450 433.34)	(482 520.27)	(516 487.65)	(552 165.25)	(552 165.25)
Financial fixed assets	66.00	65.00	65.00	65.00	64.00	64.00	64.00	64.00	64.00	64.00
Investment in a joint venture	0.00	0.00	0.00	0.00	9 434.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deferred tax assets	21 080.00	18 962.00	19 406.00	10 707.00	8 563.00	11 743.60	11 743.60	11 743.60	11 743.60	11 743.60
Long-term receivables	1 068.00	1 105.00	2 882.00	1 765.00	1 046.00	1 573.20	1 573.20	1 573.20	1 573.20	1 573.20
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>	<b>254 657.00</b>	<b>255 066.00</b>	<b>291 481.00</b>	<b>282 278.00</b>	<b>304 063.00</b>	<b>325 571.70</b>	<b>345 345.16</b>	<b>358 589.37</b>	<b>365 895.32</b>	<b>405 033.55</b>
Inventories	93 417.00	95 454.00	98 963.00	114 342.00	117 382.00	117 021.32	117 020.88	116 363.46	116 050.39	115 746.36
Trade receivables	115 826.00	121 484.00	113 773.00	109 036.00	88 749.00	106 490.70	108 495.01	110 550.00	112 652.75	114 804.59
Other receivables	8 677.00	16 424.00	20 580.00	9 422.00	10 945.00	12 660.81	12 899.10	13 143.42	13 393.42	13 649.25
Cash and cash equivalents	29 046.00	70 720.00	72 425.00	41 993.00	65 831.00	27 516.70	30 377.48	44 190.52	65 068.59	72 125.52
Fixed assets held for sale	2 060.00	3 473.00	3 829.00	1 529.00	3 030.00	2 784.20	2 929.04	2 820.25	2 618.50	2 836.40
<b>CURRENT ASSETS</b>	<b>249 026.00</b>	<b>307 555.00</b>	<b>309 570.00</b>	<b>276 322.00</b>	<b>285 937.00</b>	<b>266 473.73</b>	<b>271 721.51</b>	<b>287 067.65</b>	<b>309 783.65</b>	<b>319 162.12</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>503 684.00</b>	<b>562 620.00</b>	<b>601 051.00</b>	<b>558 600.00</b>	<b>590 001.00</b>	<b>592 045.43</b>	<b>617 066.66</b>	<b>645 657.02</b>	<b>675 678.97</b>	<b>724 195.67</b>

Annexe 1: Bilan prévisionnel (1/2) (Sources: Rapports annuels de l'entreprise)

## Annexe 2 : Bilan prévisionnel (2/2)

<b>EQUITY AND LIABILITIES (in € thousand)</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15</b>	<b>FY16</b>	<b>FY 17</b>	<b>FY 18</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
Issued capital	52 912.00	53 257.00	53 393.00	53 788.00	53 901.00	53 925.31	53 925.31	53 925.31	53 925.31	53 925.31
Share premiums	85 927.00	86 777.00	87 056.00	87 887.00	88 193.00	88 193.00	88 193.00	88 193.00	88 193.00	88 193.00
Consolidated reserves	169 423.00	180 968.00	198 954.00	207 922.00	218 592.00	242 179.54	266 827.02	296 659.67	329 920.67	367 073.19
Cash flow hedge reserve	(91.00)	(91.00)	(91.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Actuarial gains / losses	(3 864.00)	(2 634.00)	(6 173.00)	(6 291.00)	(4 287.00)	(4 287.00)	(4 287.00)	(4 287.00)	(4 287.00)	(4 287.00)
Treasury shares	(261.00)	(261.00)	(320.00)	(115.00)	(75.00)	(75.00)	(75.00)	(75.00)	(75.00)	(75.00)
Treasury shares held in subsidiaries	0.00	0.00	0.00	(210.00)	(669.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Currency translation adjustments	(44 316.00)	(52 765.00)	(61 176.00)	(87 957.00)	(102 637.00)	(100 026.44)	(98 181.52)	(97 757.38)	(99 974.57)	(64 939.80)
<b>EQUITY EXCLUDING NON-CONTROLLING INTEREST</b>	<b>259 731.00</b>	<b>265 253.00</b>	<b>271 643.00</b>	<b>255 024.00</b>	<b>253 018.00</b>	<b>279 909.42</b>	<b>306 401.81</b>	<b>336 658.60</b>	<b>367 702.41</b>	<b>439 889.70</b>
Non-controlling interest	4 758.00	3 999.00	3 395.00	2 601.00	2 614.00	2 614.00	2 614.00	2 614.00	2 614.00	2 614.00
<b>EQUITY INCLUDING NON-CONTROLLING INTEREST</b>	<b>264 489.00</b>	<b>269 252.00</b>	<b>275 038.00</b>	<b>257 625.00</b>	<b>255 632.00</b>	<b>282 523.42</b>	<b>309 015.81</b>	<b>339 272.60</b>	<b>370 316.41</b>	<b>442 503.70</b>
Interest-bearing loans	14 635.00	143 486.00	129 206.00	129 599.00	124 192.00	123 712.50	123 729.63	123 739.78	123 740.98	100 768.72
Other long term liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	7 653.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Long-term provisions	24 962.00	25 119.00	28 439.00	27 811.00	24 457.00	24 457.00	24 457.00	24 457.00	24 457.00	24 457.00
Deferred tax liabilities	5 771.00	4 529.00	2 277.00	1 684.00	3 171.00	3 171.00	3 171.00	3 171.00	3 171.00	3 171.00
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>	<b>45 368.00</b>	<b>173 134.00</b>	<b>159 922.00</b>	<b>159 094.00</b>	<b>159 473.00</b>	<b>151 340.50</b>	<b>151 357.63</b>	<b>151 367.78</b>	<b>151 368.98</b>	<b>128 396.72</b>
Interest-bearing loans	85 396.00	19 324.00	31 640.00	30 720.00	35 317.00	31 520.50	28 132.11	25 107.97	22 408.91	20 000.00
Trade payables	84 670.00	74 070.00	101 593.00	87 488.00	113 872.00	100 954.02	102 854.12	104 201.67	105 877.67	107 588.25
Tax liabilities	6 224.00	6 933.00	9 721.00	5 048.00	5 199.00	5 199.00	5 199.00	5 199.00	5 199.00	5 199.00
Employee related liabilities	9 702.00	12 434.00	15 456.00	13 114.00	11 653.00	11 653.00	11 653.00	11 653.00	11 653.00	11 653.00
Short term provisions	777.00	1 127.00	1 321.00	1 616.00	1 250.00	1 250.00	1 250.00	1 250.00	1 250.00	1 250.00
Other liabilities	7 058.00	6 345.00	6 359.00	3 895.00	7 605.00	7 605.00	7 605.00	7 605.00	7 605.00	7 605.00
<b>CURRENT LIABILITIES</b>	<b>193 826.00</b>	<b>120 233.00</b>	<b>166 090.00</b>	<b>141 881.00</b>	<b>174 896.00</b>	<b>158 181.51</b>	<b>156 693.23</b>	<b>155 016.64</b>	<b>153 993.59</b>	<b>153 295.25</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>503 684.00</b>	<b>562 620.00</b>	<b>601 051.00</b>	<b>558 600.00</b>	<b>590 001.00</b>	<b>592 045.43</b>	<b>617 066.66</b>	<b>645 657.02</b>	<b>675 678.97</b>	<b>724 195.66</b>
<b>CHECK LINE</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.00</b>

Annexe 2 : Bilan prévisionnel (2/2) (Sources: Rapports annuels de l'entreprise)

## Annexe 3 : Compte de résultat prévisionnel

FOR THE 12 MONTH PERIOD ENDED 31 DECEMBER (in € thousand)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>SALES</b>	<b>552 814.00</b>	<b>644 524.00</b>	<b>670 880.00</b>	<b>687 157.00</b>	<b>674 227.00</b>	<b>686 730.40</b>	<b>699 655.68</b>	<b>712 907.73</b>	<b>726 467.85</b>	<b>740 344.47</b>
Cost of goods sold	(402 020.00)	(462 522.00)	(466 150.00)	(490 453.00)	(471 931.00)	(479 337.82)	(488 359.66)	(494 757.97)	(502 715.75)	(510 837.68)
<b>GROSS PROFIT</b>	<b>150 794.00</b>	<b>182 002.00</b>	<b>204 730.00</b>	<b>196 704.00</b>	<b>202 296.00</b>	<b>207 392.58</b>	<b>211 296.01</b>	<b>218 149.77</b>	<b>223 752.10</b>	<b>229 506.78</b>
Marketing, sales and distribution expenses	(95 233.00)	(104 465.00)	(113 122.00)	(107 365.00)	(106 891.00)	(112 273.83)	(114 386.99)	(116 553.57)	(118 770.52)	(121 039.21)
Research and development expenses	(6 707.00)	(7 643.00)	(8 034.00)	(8 267.00)	(7 977.00)	(8 292.01)	(8 448.08)	(8 608.09)	(8 771.83)	(8 939.38)
Administrative and general expenses	(37 592.00)	(40 818.00)	(45 875.00)	(44 771.00)	(43 836.00)	(45 274.38)	(46 126.51)	(47 000.18)	(47 894.17)	(48 809.02)
Other net operating result	1 182.00	(2 127.00)	(1 576.00)	1 817.00	743.00	375.75	382.83	390.08	397.50	405.09
<b>OPERATING PROFIT (EBIT)</b>	<b>14 306.00</b>	<b>26 853.00</b>	<b>36 027.00</b>	<b>38 118.00</b>	<b>43 947.00</b>	<b>41 928.12</b>	<b>42 717.27</b>	<b>46 378.00</b>	<b>48 713.08</b>	<b>51 124.26</b>
Financial charges	(17 207.00)	(17 473.00)	(25 551.00)	(30 358.00)	(31 534.00)	(27 053.31)	(25 704.12)	(24 470.03)	(23 340.94)	(20 945.61)
Financial income	9 755.00	7 483.00	11 655.00	14 254.00	8 519.00	10 717.12	9 728.78	10 459.76	10 715.26	10 130.95
<b>PROFIT BEFORE TAXES (EBT)</b>	<b>6 856.00</b>	<b>16 863.00</b>	<b>22 131.00</b>	<b>22 014.00</b>	<b>20 932.00</b>	<b>25 591.93</b>	<b>26 741.93</b>	<b>32 367.72</b>	<b>36 087.41</b>	<b>40 309.60</b>
Income taxes	3 603.00	(3 522.00)	(1 272.00)	(8 199.00)	(5 363.00)	(6 028.24)	(6 299.13)	(7 624.30)	(8 500.48)	(9 495.03)
<b>NET PROFIT</b>	<b>10 458.00</b>	<b>13 341.00</b>	<b>20 859.00</b>	<b>13 815.00</b>	<b>15 569.00</b>	<b>19 563.69</b>	<b>20 442.80</b>	<b>24 743.43</b>	<b>27 586.93</b>	<b>30 814.58</b>

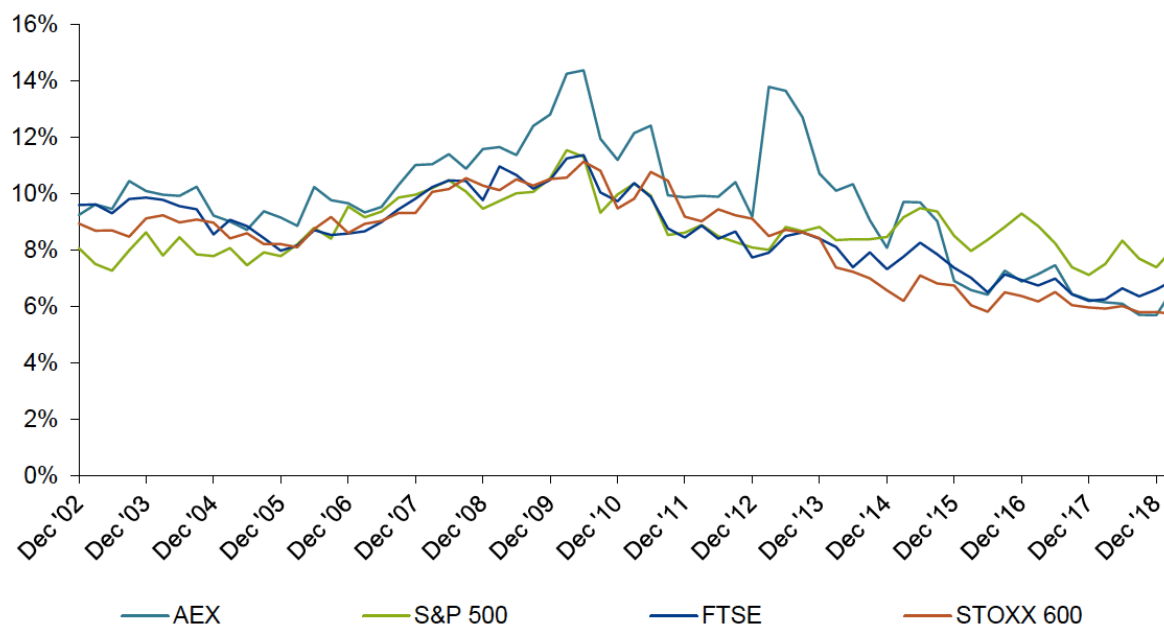
Annexe 3 : Compte de résultat prévisionnel (Sources: Rapports annuels de l'entreprise)

## Annexe 4 : Tableau de flux de trésorerie prévisionnel

FOR THE 12 MONTH PERIOD ENDED 31 DECEMBER (in € thousand)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>OPERATING ACTIVITIES</b>										
<b>NET PROFIT</b>	<b>10 458.00</b>	<b>13 341.00</b>	<b>20 859.00</b>	<b>13 815.00</b>	<b>15 569.00</b>	<b>19 563.69</b>	<b>20 442.80</b>	<b>24 743.43</b>	<b>27 586.93</b>	<b>30 814.58</b>
Depreciations of (in) tangible fixed assets	22 147.00	25 260.00	26 455.00	29 283.00	27 745.99	30 019.34	32 086.93	33 967.37	35 677.61	37 233.05
Impairments on (in) tangible fixed assets	919.00	1 276.00	4 445.00	1 245.00	1 277.01	1 381.64	1 476.80	1 563.35	1 642.07	1 713.65
Gain from bargain purchase	(1 862.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Provision for pensions and other risks & charges	(2 991.00)	1 930.00	(783.00)	507.00	166.00	166.00	166.00	166.00	166.00	166.00
Impairments on current assets	2 810.00	(932.00)	5 137.00	(988.00)	(1 088.00)	987.80	623.36	934.43	93.92	310.30
Net financial charges	7 452.00	9 990.00	13 896.00	16 104.00	23 015.00	16 336.19	15 975.34	14 010.27	12 625.67	10 814.66
Profit on sale of tangible fixed assets	(120.00)	(1 533.00)	(2 117.00)	(739.00)	(143.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Loss on sale of tangible fixed assets	84.00	100.00	1 123.00	686.00	71.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Income taxes	(3 603.00)	3 522.00	1 272.00	8 199.00	5 363.00	6 028.24	6 299.13	7 624.30	8 500.48	9 495.03
Share-based payment transactions settled in equity	528.00	642.00	559.00	534.00	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00
<b>Cash flow from operating activities before movements in working capital and provisions</b>	<b>35 822.00</b>	<b>53 596.00</b>	<b>70 846.00</b>	<b>68 646.00</b>	<b>72 196.00</b>	<b>74 702.90</b>	<b>77 290.36</b>	<b>83 229.15</b>	<b>86 512.67</b>	<b>90 767.27</b>
Decrease / (increase) in trade and other receivables	(12 780.00)	(17 971.00)	(7 523.00)	(8 381.00)	2 217.00	(19 457.51)	(2 242.61)	(2 299.30)	(2 352.75)	(2 407.67)
Decrease / (increase) in inventories	(6 736.00)	(2 277.00)	(7 507.00)	(21 865.00)	(10 085.00)	360.68	0.44	657.41	313.07	304.04
Increase / (decrease) in trade payables	12 308.00	(7 552.00)	36 310.00	(2 141.00)	35 072.00	(12 917.98)	1 900.10	1 347.56	1 676.00	1 710.57
Decrease / (increase) in other non-current assets	238.00	12.00	(1 677.00)	842.00	(2 241.00)	5 726.20	0.00	0.00	0.00	0.00
Decrease / (increase) in other current assets/liabilities	254.00	(1 322.00)	(4 183.00)	(3 937.00)	0.00	245.80	(144.84)	108.79	201.75	(217.90)
Increase / (decrease) in other non-current liabilities	0.00	(364.00)	406.00	(176.00)	0.00	(7 653.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
Decrease / (increase) in other operating assets/liabilities	492.00	(1 674.00)	(5 454.00)	(3 271.00)	(2 241.00)	(1 681.00)	(144.84)	108.79	201.75	(217.90)
<b>Cash flow generated from operating activities</b>	<b>29 106.00</b>	<b>24 122.00</b>	<b>86 672.00</b>	<b>32 988.00</b>	<b>97 159.00</b>	<b>41 007.09</b>	<b>76 803.46</b>	<b>83 043.61</b>	<b>86 350.74</b>	<b>90 156.30</b>
Interest received	1 058.00	1 735.00	1 294.00	1 527.00	2 416.00	1 604.20	1 716.24	1 711.69	1 794.03	1 847.63
Income taxes paid (-) / received (+)	(1 239.00)	(3 545.00)	(1 142.00)	(1 537.00)	(854.00)	(1 663.40)	(1 748.28)	(1 388.94)	(1 438.32)	(1 418.59)
<b>CASH FLOW FROM OPERATING ACTIVITIES</b>	<b>28 925.00</b>	<b>22 312.00</b>	<b>86 824.00</b>	<b>32 978.00</b>	<b>98 721.00</b>	<b>40 947.89</b>	<b>76 771.42</b>	<b>83 366.36</b>	<b>86 706.44</b>	<b>90 585.35</b>
<b>INVESTING ACTIVITIES</b>										
Cash receipts on sale of tangible fixed assets	763.00	5 297.00	6 647.00	4 531.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Purchases of tangible fixed assets	(31 018.00)	(37 839.00)	(78 791.00)	(52 949.00)	(62 092.00)	(56 471.84)	(51 360.39)	(46 711.58)	(42 483.56)	(38 638.23)
Purchases of intangible fixed assets	(315.00)	(906.00)	(639.00)	(1 207.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Acquisition of subsidiaries	(15 256.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other transactions	301.00	0.00	0.00	0.00	(2 000.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>CASH FLOW FROM INVESTING ACTIVITIES</b>	<b>(45 525.00)</b>	<b>(33 448.00)</b>	<b>(72 783.00)</b>	<b>(49 625.00)</b>	<b>(64 112.00)</b>	<b>(56 471.84)</b>	<b>(51 360.39)</b>	<b>(46 711.58)</b>	<b>(42 483.56)</b>	<b>(38 638.23)</b>
<b>FINANCING ACTIVITIES</b>										
Capital increase	49 939.00	1 195.00	415.00	(640.00)	(200.00)	24.31	0.00	0.00	0.00	0.00
New (+) / repayments (-) of long-term debts	(7 019.00)	108 791.00	(8 571.00)	9 229.00	1 327.00	(479.50)	17.13	10.16	1.20	(22 972.26)
New (+) / repayments (-) of short-term debts	(9 709.00)	(40 583.00)	11 955.00	992.00	8 100.00	(3 796.50)	(3 388.39)	(3 024.14)	(2 699.05)	(2 408.91)
Interests paid	(5 120.00)	(7 664.00)	(8 873.00)	(9 950.00)	(9 628.00)	(9 207.40)	(9 007.44)	(8 828.67)	(8 668.65)	(7 163.21)
Dividends paid	(2 151.00)	(2 679.00)	(3 371.00)	(4 193.00)	(4 217.00)	(4 023.86)	(4 204.67)	(5 089.22)	(5 674.08)	(6 337.94)
Net financial result, excl interests	(1 102.00)	(4 375.00)	(474.00)	(1 889.00)	(6 172.00)	(2 802.40)	(3 142.48)	(2 895.98)	(3 380.37)	(3 678.65)
<b>CASH FLOW FROM FINANCING ACTIVITIES</b>	<b>24 838.00</b>	<b>54 685.00</b>	<b>(8 919.00)</b>	<b>(6 451.00)</b>	<b>(10 790.00)</b>	<b>(20 285.35)</b>	<b>(19 725.85)</b>	<b>(19 827.86)</b>	<b>(20 420.96)</b>	<b>(42 560.96)</b>
<b>Net increase (+) / decrease (-) in cash and cash equivalents</b>	<b>8 238.00</b>	<b>43 549.00</b>	<b>5 122.00</b>	<b>(23 098.00)</b>	<b>23 819.00</b>	<b>(35 809.30)</b>	<b>5 685.18</b>	<b>16 826.92</b>	<b>23 801.93</b>	<b>9 386.16</b>
<b>Cash and cash equivalents as per beginning of period</b>	<b>21 715.00</b>	<b>29 046.00</b>	<b>70 720.00</b>	<b>72 425.00</b>	<b>41 993.00</b>	<b>65 831.00</b>	<b>27 516.70</b>	<b>30 377.48</b>	<b>44 190.52</b>	<b>65 068.59</b>
Impact of exchange rate fluctuations	(908.00)	(1 877.00)	(3 464.00)	(5 897.00)	(379.00)	(2 505.00)	(2 824.40)	(3 013.88)	(2 923.86)	(2 329.23)
<b>Cash and cash equivalents as per end of period</b>	<b>29 046.00</b>	<b>70 720.00</b>	<b>72 425.00</b>	<b>41 993.00</b>	<b>65 831.00</b>	<b>27 516.70</b>	<b>30 377.48</b>	<b>44 190.52</b>	<b>65 068.59</b>	<b>72 125.52</b>

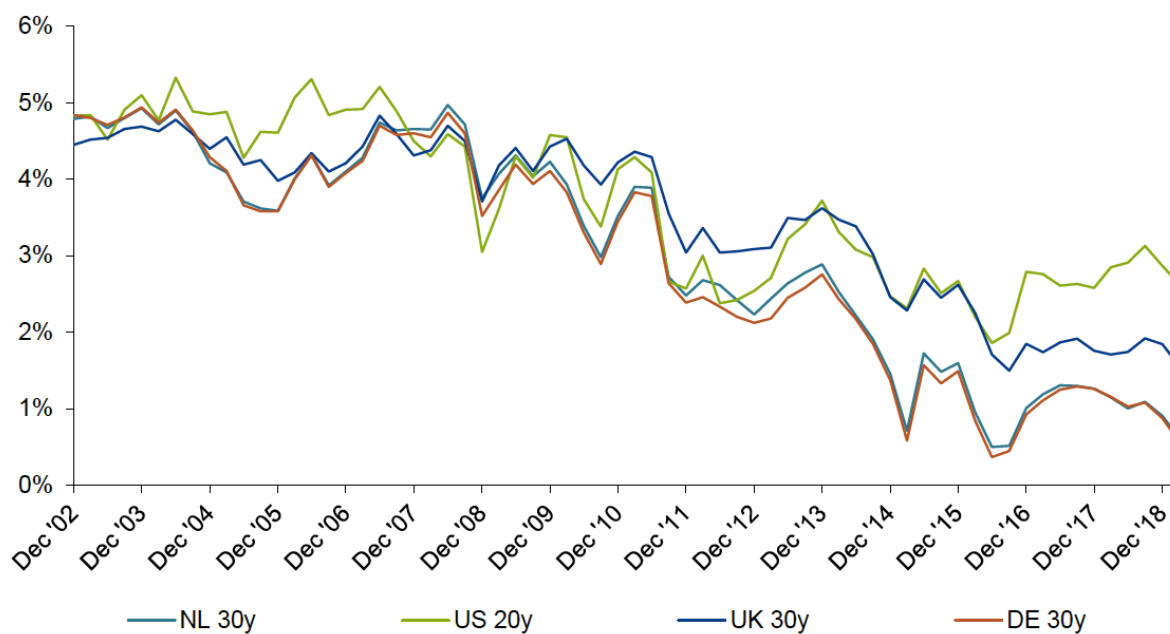
Annexe 4 : Tableau de flux de trésorerie prévisionnel (Sources: Rapports annuels de l'entreprise)

### Annexe 5 : Évolution du rendement des index majeurs (Rapport public KPMG)



Annexe 5 : Évolution du rendement des index majeurs (Source: Rapport public KPMG)

### Annexe 6 : Évolution du rendement des obligations d'État majeures (Rapport public KPMG)



Annexe 6 : Évolution du rendement des principales obligations d'État (Source: Rapport public KPMG)

Annexe 7 : Modifications liées à la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique de 2018

	<u>Sociétés autres que PME</u>	<u>Sociétés PME</u>	<u>Tranches</u>	<u>Contribution de crise</u>	<u>Total</u>
Taux actuels		24,25%	0 - 25.000,00 euro	3,00%	24,98%
		31,00%	25.000,00 - 90.000,00 euro	3,00%	31,93%
		34,50%	90.000,00 - 322.500,00 euro	3,00%	35,54%
	33,00%	33,00%	> 322.500,00 euro	3,00%	33,99%
A partir de 2019		20,00%	0 - 100.000,00 euro	2,00%	20,40%
	29,00%	29,00%	> 100.000,00 euro	2,00%	29,58%
A partir de 2021		20,00%	0 - 100.000,00 euro	0,00%	20,00%
	25,00%	25,00%	> 100.000,00 euro	0,00%	25,00%

Annexe 7 : Modifications liées à la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique de 2018 (Source: Académie fiscale)

/