

Louvain School of Management

**La valeur fondamentale des
actions : cas de l'entreprise Ter
Beke**

Auteur : Estelle REMY
Promoteur : Philippe GREGOIRE
Année académique 2018-2019

Pour débiter ce mémoire, je tiens à sincèrement remercier toutes les personnes qui ont, de manière directe ou indirecte, contribué à la réalisation de ce mémoire.

Je souhaite remercier en particulier mon promoteur, Monsieur Philippe Grégoire, qui m'a donné l'opportunité de traiter ce sujet et m'a aiguillée dans les moments opportuns. Je tiens à le remercier également pour ses conseils et sa disponibilité qui ont contribué à l'aboutissement de ce travail.

Je souhaite aussi remercier Monsieur René Stevens, directeur financier de l'entreprise Ter Beke pour sa disponibilité ainsi que pour ses remarques et conseils.

Finalement, je remercie ma famille et mes amis qui ont su m'écouter et trouver les mots justes pour m'encourager dans la rédaction de ce mémoire mais également tout au long de mon parcours universitaire.

Table des matières

1. INTRODUCTION	1
2. LA VALORISATION D'UNE ENTREPRISE	2
3. PRESENTATION DE L'ENTREPRISE	4
3.1. CHARCUTERIES	4
3.2. PLATS PREPARES	5
3.3. HISTORIQUE RECENT.....	5
4. DESCRIPTION DU SECTEUR D'ACTIVITE	9
4.1. ÉCONOMIE EN GENERAL	9
4.2. MARCHÉ DE L'ALIMENTAIRE EN GENERAL.....	9
4.3. MARCHÉ DE LA CHARCUTERIE	11
4.4. MARCHÉ DES PLATS PREPARES.....	12
5. LA PLACE DE TER BEKE DANS L'INDUSTRIE	13
5.1. SUR LE MARCHÉ DE LA CHARCUTERIE	13
5.2. SUR LE MARCHÉ DES PLATS PREPARES.....	14
6. ANALYSE STRATEGIQUE ET CONCURRENTIELLE	16
6.1. STRATEGIES.....	16
6.2. RISQUES.....	16
6.2.1. <i>Risques liés au business</i>	16
6.2.2. <i>Risques du marché</i>	17
6.2.3. <i>Risques financiers et juridiques</i>	18
6.3. ANALYSE SWOT	19
6.4. ANALYSE DES CINQ FORCES DE PORTER	22
7. ANALYSE FINANCIERE ET PREVISIONS	24
7.1. CROISSANCE DU REVENU	24
7.2. COST OF GOODS SOLD (COGS)	26
7.3. COST OF SALES (COS)	27
7.5. MARGES.....	28
7.6. DÉPENSES D'INVESTISSEMENTS.....	29
7.7. STRUCTURE DU CAPITAL.....	29

7.8.	FONDS DE ROULEMENT.....	30
7.9.	BENEFICES.....	30
7.10.	LES FREE CASH-FLOWS	31
8.	ÉVALUATION	32
8.1.	ÉVALUATION INTRINSÈQUE : FREE CASH-FLOWS.....	32
8.1.1.	<i>Calcul du WACC</i>	<i>32</i>
8.1.2.	<i>Calcul du prix de l'action.....</i>	<i>33</i>
8.1.3.	<i>Analyse de sensibilité.....</i>	<i>34</i>
8.2.	ÉVALUATION RELATIVE : ANALYSE DES PAIRS.....	35
8.2.1.	<i>Présentation des entreprises comparables.....</i>	<i>35</i>
8.2.2.	<i>Évaluation</i>	<i>37</i>
9.	CONCLUSION.....	39
10.	BIBLIOGRAPHIE	40
11.	ANNEXES.....	43
	ANNEXE 1 : COMPTE DE RESULTAT	43
	ANNEXE 2 : BILAN.....	44
	ANNEXE 3 : PREVISIONS DU CHIFFRE D'AFFAIRE.....	45
	ANNEXE 4 : FONDS DE ROULEMENT	46
	ANNEXE 5 : FREE CASH-FLOWS	47
	ANNEXE 6 : CALCUL DU WACC.....	48
	ANNEXE 7 : VALEUR TERMINALE.....	49
	ANNEXE 8 : VALEUR ACTUALISEE DE L'ENTREPRISE.....	50
	ANNEXE 9 : VALEUR DE L'ACTION	51
	ANNEXE 10 : COMPARABLES	52

1. Introduction

Il n'est pas rare d'entendre parler de fusions ou d'acquisitions d'entreprises dans l'actualité économique actuelle. En effet, en 2018 le montant des fusions et acquisitions dans le monde s'est élevé à 3.912 milliards de dollars dont 975 milliards concernent le marché européen. (Chaperon, 2018) A côté de cela, il y a aussi les opérations en bourse qui représentent des acquisitions de parties d'entreprises plus ou moins importantes. Il est donc primordial, tant pour les acteurs de la bourse que pour les entreprises qui concluent de grandes fusions ou acquisitions de connaître la valeur de leurs achats. C'est à cela que sert la valorisation d'entreprise.

En effet, la valorisation d'une entreprise peut être associée à un ensemble d'outils et de disciplines qui permettent d'évaluer le plus précisément possible la valeur d'une entreprise. En plus d'analyser les états financiers de l'entreprise en question, il faut également s'intéresser à son positionnement sur le marché, à ses perspectives pour le futur ou encore à la conjoncture économique globale, entre autres choses. (ABC Bourse, 2019) L'objectif de ce mémoire est donc de réaliser une valorisation de l'entreprise belge Ter Beke à l'aide de différentes méthodes d'évaluation.

Pour ce faire, ce mémoire se compose de plusieurs parties. La première partie, assez courte, sera dédiée à une revue du concept de valorisation d'entreprise et des différentes méthodes utilisées.

La seconde partie sera composée d'une description de l'entreprise et du marché dans lequel elle opère. Cela permettra ensuite de définir quelle est la place de Ter Beke au sein de ce marché. Cette partie se terminera par une analyse stratégique et concurrentielle de Ter Beke et de son industrie.

Enfin la dernière partie sera consacrée à l'évaluation de Ter Beke. Dans cette section du travail, on trouvera une analyse financière de l'entreprise ainsi que les prévisions faites pour le futur. Ensuite, la méthode des flux de trésorerie disponible et puis la méthode des comparables seront détaillées. Cette partie se terminera par une analyse de sensibilité des résultats obtenus.

La conclusion fera un résumé des analyses précédentes et permettra de dégager une opinion concernant l'achat ou le vente de l'action.

2. La valorisation d'une entreprise

Cette première partie sera principalement basée sur un bref résumé de la théorie liée à l'évaluation d'une entreprise. Le livre du CFA « Equity Asset Valuation » étant l'ouvrage de référence principalement utilisé dans la réalisation de ce mémoire, c'est également de ce livre que seront issus les concepts théoriques suivants. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

Il est intéressant de commencer par une explication de ce qu'est l'évaluation. On peut donc définir cela comme étant l'estimation de la valeur d'une entreprise sur le long terme en se basant sur des variables qui affecteront les résultats futurs ou sur des actifs similaires. Il existe de nombreux modèles pour réaliser une évaluation, ceux-ci dépendent du type de valeur que l'on cherche à obtenir. En effet, il y a différents types de valeur comme la valeur en cas de poursuite des activités, la valeur de liquidation, la juste valeur ou encore la valeur intrinsèque qui est la plus importante dans le cadre de ce mémoire.

La valeur intrinsèque est définie comme étant la valeur d'une entreprise qui tient compte d'une compréhension hypothétiquement complète de tous les éléments qui constituent cette entreprise. Pour chaque analyste, l'estimation de la valeur intrinsèque reflète sa propre vision de ce qu'est la valeur juste de l'entreprise en question. En théorie, le prix de marché d'une entreprise devrait refléter la valeur intrinsèque de cette même entreprise. Or, si des analystes s'adonnent à cette tâche complexe qu'est l'évaluation, cela prouve que la valeur de marché n'est pas toujours égale à la valeur intrinsèque. En effet, les entreprises peuvent être sur- ou sous-évaluées. Le but de réaliser une évaluation détaillée est donc de déterminer si une entreprise est correctement évaluée par le marché ou non.

Il y a de nombreuses raisons pour lesquelles des analystes désirent connaître la valeur intrinsèque des entreprises. Généralement, la raison principale est la sélection de titres sur le marché, mais certains veulent aussi pouvoir donner les attentes du marché, évaluer des événements comme des fusions ou acquisitions, etc.

Bien que les raisons qui poussent à vouloir réaliser l'évaluation d'une entreprise puissent différer, le processus reste généralement similaire. La première étape consiste à comprendre l'entreprise, ce qu'elle fait, quels sont ses objectifs et stratégies actuels et

futurs, etc. Il est également important de comprendre le marché dans lequel elle évolue, le niveau de la concurrence, les perspectives pour le futur, etc. Ensuite, il faut faire des prévisions concernant les performances futures de l'entreprise, les ventes, les bénéfices, les dividendes, etc. La troisième étape consiste à choisir le modèle d'évaluation adapté à l'entreprise en fonction de ses caractéristiques. Après cela, il faut transformer ces prévisions en une estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise étudiée à l'aide du ou des modèles sélectionnés. Enfin, il faut tirer les conclusions adéquates de l'évaluation obtenue et les appliquer au but recherché au départ.

L'étape qui consiste à choisir le modèle d'évaluation approprié est assez importante. En effet, il existe plusieurs modèles qui sont adaptés à différents types d'entreprises. Les deux grandes catégories sont les modèles d'évaluation absolue et les modèles d'évaluation relative. Les modèles d'évaluation absolue permettent de déterminer une valeur intrinsèque de l'entreprise qui peut être comparée au prix du marché. Parmi ces modèles, il y a le modèle des Discounted Cash-Flows¹ (DCF) qui permet de dégager la valeur actualisée d'une action à partir des flux de trésorerie futurs. Cette position de trésorerie peut être calculée soit à l'aide des dividendes, soit avec les Free Cash-Flows² (FCF) ou encore à l'aide des revenus résiduels. D'autre part, les modèles d'évaluation relative permettent d'estimer la valeur d'une entreprise relativement à la valeur d'une ou de plusieurs autres. Cette méthode se base sur le principe disant que des entreprises similaires devraient être évaluées à des valeurs similaires. Cette méthode implique donc de comparer l'entreprise cible avec un groupe d'autres compagnies similaires et permet de déterminer si cette entreprise est relativement sous- ou sur-évaluée.

Lorsqu'il s'agit de convertir les prévisions en évaluation, il est important de faire une analyse de sensibilité pour voir comment des changements dans les données prévisionnées et calculées peuvent affecter l'évaluation finale.

¹ Flux de trésorerie actualisés

² Flux de trésorerie disponibles

3. Présentation de l'entreprise

Ter Beke est une entreprise belge spécialisée dans la production et la vente de charcuteries fines et de plats cuisinés. Cette entreprise basée à Lievegem en Belgique a vu le jour en 1948 grâce à monsieur Francies Coopman. L'entreprise qui a réalisé un chiffre d'affaire de 680,5 millions d'euros en 2018 possède douze usines dans différents pays d'Europe et emploie environ 2700 personnes. Ter Beke vend ses produits partout en Europe sous ses marques propres mais également sous des marques de distributeurs. L'entreprise comporte deux divisions : les activités liées à la charcuterie et les activités liées aux plats cuisinés. De plus, l'innovation occupe une place très importante dans cette entreprise comme nous le verrons plus loin dans les objectifs stratégiques. Ter Beke se veut aussi d'être une entreprise durable. En effet, en plus de garantir un environnement de travail sûr à ses collaborateurs et d'assurer des relations honnêtes et durables avec les différentes parties prenantes, Ter Beke veille constamment à réduire son impact sur la planète. Pour ce faire, l'entreprise évolue en veillant à réduire sa consommation d'eau et d'énergie ainsi que ses déchets. Le Chief Executive Officer³ (CEO) actuel, qui est entré en fonction le 1^{er} juin 2018, est Francis Kint. Il remplace Dirk Goeminne qui était CEO durant les cinq années précédentes. Ter Beke est une entreprise cotée à l'Euronext de Bruxelles depuis 1986. (Ter Beke, 2019)

3.1. Charcuteries

En ce qui concerne le secteur de la charcuterie, Ter Beke a des activités de production mais également des activités de tranchage et d'emballage. Grâce à ses différentes marques et sa gamme de produits assez étendue, Ter Beke peut cibler un large panel de clients. Parmi ces marques, on peut citer « Pluma » qui est une marque de charcuterie très appréciée en Allemagne et aux Pays-Bas, « Daniël Coopman » qui propose des produits de qualité pour les bouchers et à côté de cela, il y a également les marques récemment arrivées dans l'entreprise, « Zonnenberg », « Kraak-Vers » et « FairBeleg ». (Ter Beke, 2019)

Le marché principal pour la division charcuterie est le marché du Benelux où, en plus d'avoir une position forte en tant que producteur, Ter Beke est le plus grand

³ Directeur général

trancheur et conditionneur. Les produits sont également vendus en Allemagne et au Royaume-Uni où Ter Beke a une position assez forte sur le marché du pâté. (Sips, 2017)

En ce qui concerne la production, Ter Beke a deux usines de production en Belgique et une aux Pays-Bas. Pour ce qui est du tranchage et du conditionnement, cela se fait sur trois sites en Belgique et trois sites aux Pays-Bas.

Enfin, on peut souligner que Ter Beke est un pionnier en matière d'emballages d'aliments frais et est constamment à la recherche d'innovations dans ce domaine. (Ter Beke, 2019)

3.2. Plats préparés

Pour ce qui est du secteur des plats cuisinés, Ter Beke vend principalement des plats frais à base de pâte et se développe, grâce à ses nouvelles acquisitions, dans la production de plats congelés et dans la restauration de collectivité. Pour cette section aussi, Ter Beke peut cibler un large choix de consommateurs partout en Europe grâce à ses différentes marques propres. La marque la plus connue en Belgique est la marque de plats cuisinés « Come a Casa » qui cible toute la famille. Ter Beke a également un partenariat avec la marque « Weight Watchers » et produit donc des plats correspondant aux attentes des utilisateurs de ce régime. A côté de cela, il y a aussi la marque « Bella Riviera » qui se vend principalement en Allemagne et en Europe de l'Est et « Vamos » qui est plutôt destinée aux bouchers. Ter Beke vend ses produits dans de nombreux pays européens et est, de plus, leader du marché de la lasagne fraîche réfrigérée. Les plats préparés sont produits dans cinq usines réparties dans différents pays européens : deux en Belgique, une en France, une en Pologne et une au Royaume-Uni. (Ter Beke, 2019)

3.3. Historique récent

Entre 2013 et 2017, Ter Beke s'est plutôt concentré sur différentes améliorations internes à travers des initiatives stratégiques comme une optimisation de la gamme de produits, ou encore l'amélioration de la gestion des coûts et des relations avec les clients. Des innovations au niveau des produits et des emballages ont également permis à Ter Beke de toujours mieux rencontrer les attentes des consommateurs. (Hoste, 2017)

Pour bien comprendre l'entreprise et ses résultats récents, il faut revenir sur les différentes acquisitions qui ont été conclues en 2017. En effet, durant cette année, Ter

Beke a conclu quatre acquisitions. Ter Beke a acheté les 67% de parts restantes de l'entreprise française Stefano Toselli dont elle possédait déjà 33% depuis 2015. Dans la lignée de cette acquisition, Ter Beke est aussi devenue propriétaire à 100% de la Pasta Food Company en Pologne qui est une entreprise qui avait été lancée en 2011 grâce à une joint-venture avec les actionnaires de l'entreprise Stefano Toselli. Ter Beke a également acquis 90% de la KK Fine Food Company au Royaume-Uni ainsi que la division des produits frais de Zwannenberg Food Group aux Pays-Bas. (Ter Beke, 2017)

Stefano Toselli est également une entreprise leader sur le marché des lasagnes fraîches et surgelées. L'entreprise qui a deux lignes de production en France vend ses produits dans 27 pays dont certains ne sont pas sur le territoire européen. En plus de contribuer significativement à l'augmentation des ventes, la compagnie française apporte de nouvelles opportunités au niveau des produits surgelés alors que Ter Beke se concentrait uniquement sur des produits frais. La capacité de produire des plats surgelés permet de vendre en dehors de l'Europe et d'élargir les frontières de distribution de Ter Beke et ainsi de se rapprocher d'un de ses objectifs qui est de vendre des lasagnes partout dans le monde. (Ter Beke, 2017) De plus, au niveau de la distribution en Europe, Stefano Toselli complète Ter Beke car cette entreprise distribue principalement dans le sud de l'Europe. Ter Beke a payé 22.5 millions d'euros pour les 67% d'actions restantes. (Hoste, 2017)

The Pasta Food Company a été créée en tant que joint-venture entre Ter Beke et les actionnaires de Stefano Toselli pour fournir l'Europe de l'Est en plats préparés frais. La compagnie qui possède une usine de production en Pologne est le leader sur le marché polonais et s'est étendue depuis son rachat. Dans le futur, l'usine de production pourrait être agrandie assez rapidement et facilement afin d'augmenter sa capacité de production. Ter Beke a acquis les 50% qui ne lui appartenaient pas pour 5 millions d'euros. (Hoste, 2017)

KK Fine Foods est un producteur et distributeur de plats préparés frais qui sont congelés et vendus sur le marché de la restauration de collectivité et le marché de détail. Grâce à cette acquisition, Ter Beke s'implante réellement au Royaume-Uni qui est le plus grand marché des plats préparés en Europe. L'entreprise qui présente chaque année un taux de croissance à deux chiffres a acheté, peu de temps avant son rachat, une seconde

usine qui va permettre d'augmenter son volume de production. Ter Beke a acheté 90% des parts de l'entreprise pour environ 34 millions d'euros selon les estimations. Les 10% restant sont toujours aux mains des anciens propriétaires afin que ceux-ci continuent de gérer l'entreprise. (Hoste, 2017)

La Business Unit Fresh de Zwanenberg Food Group aux Pays-Bas est un producteur et trancheur de charcuteries qui vend sous ses marques propres mais également sous des marques de distributeurs. La Business Fresh Unit qui poursuit ses activités sous le nom de Offerman vend ses produits uniquement aux Pays-Bas ce qui va permettre à Ter Beke de booster ses ventes sur ce marché et ainsi de se rapprocher de son objectif qui est de devenir le leader du marché de la charcuterie dans le Benelux. (Ter Beke, 2017) De plus, cette division est aussi présente sur le marché de la restauration de collectivité ce qui permet d'ouvrir de nouvelles portes à Ter Beke. Le prix d'acquisition est estimé à 40 millions d'euros. (Hoste, 2017)

De manière générale, ces différentes acquisitions ont permis à Ter Beke d'augmenter ses ventes, d'étoffer l'assortiment de produits, de créer des synergies et ainsi d'améliorer les marges. Au niveau de la distribution, Ter Beke a pu renforcer sa position européenne et étendre son réseau de distribution. Elles ont aussi permis d'avoir accès à de nouvelles technologies qui permettent de vendre des produits congelés et de développer un nouveau canal de distribution qui est la restauration de collectivité.

Toutes ces acquisitions ont fortement changé la structure du groupe et Ter Beke a dû se réorganiser pour optimiser toutes ces acquisitions et en tirer un profit maximum. En effet, ces acquisitions ont apporté trois nouvelles lignes de production de charcuteries et quatre nouvelles lignes de production de plats préparés. Il y a donc eu, dans un premier temps, un remaniement dans l'organisation de la production afin de la maximiser. Pour ce faire, chaque site est devenu plus spécialisé et l'usine de Zoetermeer aux Pays-Bas a été fermée en 2018. Toutefois, le transfert des activités a causé quelques problèmes opérationnels ainsi que des coûts supplémentaires. Les sites de production de Stefano Toselli et de la Pasta Food Company se sont spécialisés dans la production de plats congelés et desservent respectivement le sud et l'est de l'Europe. Pour ce qui est de KK Fine Food au Royaume-Uni, ils devraient évoluer plus indépendamment des autres mais ils sont également en pleine expansion grâce à l'achat de la nouvelle usine. Évidemment

ces changements ont eu un impact sur le résultat dans un premier temps mais cela devrait se stabiliser. Dans le même temps, les contrats avec les fournisseurs sont aussi renégociés et revus à la baisse grâce aux économies d'échelle. Donc en plus de permettre d'augmenter les ventes, ces acquisitions vont permettre à Ter Beke, à plus long terme, de réduire les coûts et donc d'augmenter légèrement les marges. (Hoste, 2017)



Figure 1 - Logo de l'entreprise

4. Description du secteur d'activité

4.1. Économie en général

Durant ces deux dernières années, l'environnement macro-économique en Europe était assez positif avec un renforcement du marché du travail et un accès au crédit assez facile. Toutefois, cela va changer dans les prochaines années avec un changement de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE), un contexte d'exportation moins favorable et donc une confiance des entreprises dans l'économie plus faible. (Fitch Solutions, 2019)

Sachant que Ter Beke a une usine au Royaume-Uni et qu'elle y exporte des produits, une note sur le Brexit est importante. Selon René Stevens, directeur financier de Ter Beke, il est très difficile de prévoir l'impact qu'aura le Brexit sur les finances de l'entreprise. En effet, nous sommes actuellement dans une impasse complète concernant cette éventualité. Mais dans tous les cas, le Brexit ne sera pas quelque chose de positif pour le groupe. Dans un sens, les exportations de produits fabriqués en Europe vers le territoire britannique pourraient être soumises à des taxes de douanes, ce qui ferait augmenter les prix de vente et rendrait donc les produits de Ter Beke moins compétitifs par rapport aux produits fabriqués au Royaume-Uni. En ce qui concerne les matières premières qui sont exportées de l'Europe vers le Royaume-Uni, elles pourraient aussi être taxées mais cela affecterait également les concurrents britanniques qui se fournissent aussi en Europe et l'impact serait donc moindre. De plus, un moyen de réduire cet impact serait de trouver des fournisseurs britanniques. (R. Stevens, email, 17 juin, 2019)

Malgré cela, Ter Beke est préparé au mieux pour cette potentielle sortie du Royaume-Uni de l'Europe. En effet, il est prévu que tous les prix soient augmentés en cas de Brexit bien que cela puisse avoir des conséquences négatives sur les ventes. (R. Stevens, interview, 23 juillet, 2019)

4.2. Marché de l'alimentaire en général

Le marché de l'alimentaire a montré une belle croissance en 2017 et 2018 avec une croissance annuelle moyenne de 7,5%. Mais selon les prévisions, cette croissance va légèrement décélérer durant les prochaines années. Les prévisions estiment un taux de croissance composé annuel (TCCA) de 4,6% entre 2019 et 2022. Les pays baltiques et

nordiques ainsi que les pays d'Europe Centrale montreront un taux de croissance un peu supérieur au reste de l'Europe avec un TCCA de 7,5% pour les pays d'Europe Centrale. En ce qui concerne les pays de l'Europe de l'Ouest, les prévisions donnent une croissance annuelle moyenne de 4,3% sur la même période. (Fitch Solutions , 2019)

Le marché de l'alimentaire en Europe est très diversifié, on remarque des différences entre les marchés d'Europe de l'Ouest et d'Europe de l'Est. En effet, dans les pays de l'Ouest, la demande est grandissante pour des produits artisanaux, de qualité alors que les préférences sont assez peu développées dans les pays de l'Est. (Fitch Solutions , 2019) De manière générale, on remarque aussi que le marché des produits alimentaires est très fragmenté et que cette fragmentation du marché le rend très compétitif. (F. Donlon, email, 6 juin, 2019)

Les points d'attention principaux sur le marché de l'alimentaire actuellement sont les variations des prix des matières premières, la pression accrue des supermarchés et des marques de distributeurs et les changements dans les besoins et envies des consommateurs.

En ce qui concerne le prix des matières premières, ce qui affecte le plus fort Ter Beke en ce moment est le prix du porc qui augmente fortement suite à la propagation de la peste porcine en Chine. En effet, la Chine est le plus gros consommateur de porc au monde et est donc également un important producteur. Toutefois, à cause de l'arrivée de la peste porcine sur le territoire chinois, des millions d'animaux doivent être tués, ce qui représente une forte diminution de l'offre qui devient donc inférieure à la demande, ce qui mène à une augmentation des prix partout dans le monde. (KBC Securities, 2019)

Un autre point important à souligner est la pression qu'imposent les grands distributeurs à leurs fournisseurs. Cette pression est mise d'une part sur les prix ce qui conduit à une réductions des marges des producteurs et elle vient aussi du fait que les grandes surfaces développent de plus en plus leurs propres marques de distributeurs qui leur assurent une marge plus importante. (Fitch Solutions , 2019) Ces marques de distributeurs qui sont généralement vendues à des prix plus bas que les marques propres des producteurs entraînent un accroissement de la concurrence. Les entreprises qui ont des marques propres qui sont assez fortes peuvent plus facilement résister à cette

pression car les chaînes de distribution ont besoin de ces marques pour satisfaire leurs clients. (F. Donlon, email, 6 juin, 2019)

La nourriture de manière générale devient un sujet de plus en plus discuté et auquel les consommateurs portent de plus en plus d'attention. Cela représente autant de challenges que d'opportunités pour les producteurs. (Ter Beke, 2019) En effet, la population fait de plus en plus attention à ce qu'elle consomme, aux ingrédients présents dans la nourriture, à la façon dont c'est produit, etc. On voit un net retour à des envies de produits plus sains, naturels, produits localement. Cela laisse place à beaucoup d'innovations et à de nouveaux produits qui permettent aux producteurs de se différencier mais cela entraîne aussi la création de nombreuses niches. Le marché de l'alimentaire est donc en pleine transformation car on passe de productions en grandes quantités qui peuvent satisfaire un grand nombre de consommateurs à des productions en plus petites quantités qui rencontrent les différents besoins et envies des consommateurs. (Fitch Solutions , 2019)

4.3. Marché de la charcuterie

Le marché de la charcuterie est un marché assez compliqué pour plusieurs raisons. Tout d'abord il y a une pression très forte sur les prix car l'offre dépasse la demande. En effet, à cause d'une diminution de la demande, il y a une surproduction. Ensuite, ce marché est très sensible à la fluctuation des prix des matières premières. (KBC Securities, 2019) Un autre obstacle dans ce secteur vient de la concurrence grandissante venant des produits alternatifs. En effet, les habitudes des consommateurs sont en mutation, la population désire réduire sa consommation de viande, ce qui a un impact négatif sur le secteur. (Ter Beke, 2019) Cela se remarque également avec une diminution de la place réservée aux charcuteries dans les rayons des magasins par rapport à d'autres produits alternatifs. (Ter Beke, 2019) De plus, cette année a été encore plus difficile car le secteur est actuellement dans une transformation majeure, de nombreuses entreprises se regroupent afin de profiter d'économies d'échelle et d'une part de marché plus importante. (KBC Securities, 2019) D'un autre côté, les grandes multinationales commencent à se retirer du secteur, ce qui pourrait être bénéfique aux plus petites entreprises qui restent actives.

Une opportunité de ce secteur est le fait que les consommateurs veulent toujours plus d'informations concernant la sécurité alimentaire, la provenance des produits, etc. Cela peut créer des ouvertures pour se distinguer des concurrents mais cela demande également quelques investissements. (Mesure, 2019)

Malgré cela, ce marché reste très conséquent car, au niveau européen, les ventes de viandes et de volailles représentent la part la plus importante de l'industrie alimentaire avec 25% du montant total des ventes alimentaires en 2018. On s'attend également à ce que la demande de viandes produites localement augmente. (Fitch Solutions , 2019) Au niveau du marché du Benelux, le marché reste aussi très important avec un chiffre d'affaire de 2,6 milliards d'euros au niveau des grossistes et de 4,1 milliards d'euros au niveau du commerce de détail. De plus, c'est aussi un secteur important pour la grande distribution qui obtient une marge de 40% sur ces produits. (Ter Beke, 2019)

4.4. Marché des plats préparés

Le marché des plats préparés en Europe est beaucoup plus positif que celui de la charcuterie car il offre de bonnes perspectives de croissance. Cela se remarque, au contraire de la charcuterie, par une augmentation de l'espace réservé à ces produits dans les rayons des magasins. Ces perspectives de croissance se font aussi bien ressentir dans le canal de la vente de détail que dans le canal de la vente aux grossistes car les consommateurs sont constamment à la recherche de plus de confort et ont de moins en moins de temps pour cuisiner. (KBC Securities, 2019) Ici aussi, les changements dans les habitudes des consommateurs, leurs désirs de produits plus sains, leur envie d'être mieux informés peuvent être négatifs mais représentent également des opportunités intéressantes pour les producteurs. Cela ouvre en effet les portes à de nombreuses innovations.

5. La place de Ter Beke dans l'industrie

En ce qui concerne la façon dont Ter Beke se positionne sur ce marché de l'alimentaire, on peut dire que, de manière générale, l'entreprise belge s'en sort bien. Elle trouve des solutions face aux difficultés présentes et arrive aussi à profiter des perspectives de croissance.

En effet, en ce qui concerne la fluctuation des prix des matières premières, Ter Beke ne peut pas agir réellement sur ces prix mais le fait de fournir des services de découpe et de conditionnement permet d'avoir une part de leur chiffre d'affaire qui n'est pas affecté par ces variations, ce qui assure donc un peu de stabilité. (Ter Beke, 2019)

Pour ce qui est de la pression que les grandes surfaces mettent sur les producteurs et du développement des marques de distributeurs, Ter Beke a aussi des solutions. En effet, Ter Beke produit sous ses marques propres mais également sous des marques de distributeurs ce qui lui permet d'avoir des bénéfices des deux côtés et ainsi d'être moins sensible à la concurrence entre ces marques. Au niveau de ses marques propres, Ter Beke peut compter sur la marque « Come a Casa », qui est une marque assez forte en Belgique, pour limiter la pression des grandes chaînes de distribution. (G. Smet, LinkedIn, 13 juin, 2019)

Enfin, en ce qui concerne les changements dans les habitudes de consommation et désirs des consommateurs, Ter Beke a très bien réussi à saisir ces changements comme des opportunités et est continuellement en train d'innover pour s'adapter à la demande. Cela est détaillé ci-dessous en faisant une distinction entre la division de la charcuterie et la division des plats préparés.

5.1. Sur le marché de la charcuterie

Ter Beke est le plus grand trancheur et conditionneur de charcuterie dans le Benelux et son objectif, grâce à l'acquisition récente de la Business Unit Fresh de Zwannenberg est de devenir également le leader des ventes dans le marché du Benelux. (Ter Beke, 2017) Ter Beke vend aussi ses produits sur le marché allemand et est présent sur le marché du pâté au Royaume-Uni. Sur le marché de la charcuterie, il est difficile de s'étendre géographiquement à cause des préférences des consommateurs qui sont très

différentes selon les régions pour ce type de produits. (R. Stevens, interview, 23 juillet, 2019) De plus, comme expliqué ci-dessus, le marché est plutôt saturé.

Toutefois, Ter Beke a trouvé des solutions pour permettre à sa division charcuterie d'évoluer et d'être rentable. La première solution et la plus importante se trouve au niveau de l'innovation. Ter Beke investit aussi pour toujours améliorer la satisfaction de ses clients dans le secteur traditionnel mais aussi pour les grossistes, bouchers et traiteurs. En effet, Ter Beke continue d'être très flexible pour se conformer aux besoins de tous les types de clients en adaptant les gammes produits et un apportant un support commercial. (Sips, 2017)

En 2018, le « Rainbow Project » est mis en place à Veurne. C'est un service de découpe d'une large gamme de produits pour un grand distributeur. Malgré un début difficile à cause des investissements importants qui ont été nécessaires, ce projet devrait être bénéfique pour le chiffre d'affaire de la section charcuterie de Ter Beke.

Un autre projet important dans cette section est le lancement de la marque « FairBeleg » qui s'adresse au marché de la restauration de collectivité. Cette marque a été lancée au cours de l'année 2018 à partir des produits que proposait la Business Unit Fresh de Zwanennerg qui a été reprise par Ter Beke. Cette marque représente une bonne opportunité de croissance dans ce secteur.

Enfin, l'implémentation du système d'Enterprise Resource Planning⁴ (ERP) chez Offerman va aussi permettre d'optimiser la production dans ces usines. (Ter Beke, 2019)

5.2. Sur le marché des plats préparés

Pour ce qui est du marché européen, rappelons que Ter Beke est le leader sur le marché de la lasagne fraîche. Ter Beke produit également d'autres plats préparés frais à base de pâte. Grâce à ses récentes acquisitions, l'entreprise distribue ses produits dans de très nombreux pays européens et même en dehors de l'Europe grâce à la possibilité de produire des plats congelés. En Europe, Ter Beke propose ses produits aux distributeurs mais également aux grossistes (bouchers, traiteurs, ..) Au Royaume-Uni, l'achat de

⁴ Progiciel de gestion intégré

l'entreprise KK Fine Food permet à Ter Beke d'être présent sur le marché du détail mais aussi sur le marché de la restauration de collectivité. C'est un canal en expansion dont Ter Beke voudrait profiter pour continuer sa croissance.

Comme expliqué précédemment, les nouvelles acquisitions du groupe ont permis de significativement agrandir son exposition géographique. Dans le marché des plats préparés, Ter Beke est clairement devenu un joueur européen avec des positions de marché fortes au nord avec Ter Beke, au sud avec Stefano Toselli, en Europe de l'Est avec la Pasta Food Company et au Royaume-Uni avec KK Fine Food. En plus de cette présence européenne, Ter Beke étudie les possibilités de s'étendre en dehors de l'Europe avec les plats surgelés. Ils étudient également leur expansion possible au moyen orient et en Asie avec des plats halal. (Sips, 2017) Au niveau européen, Ter Beke gagne aussi du terrain sur les marchés d'Europe Centrale qui représentent des opportunités intéressantes au vu de leur croissance prévue supérieure à la croissance prévue du marché d'Europe de l'Ouest.

Enfin, tout comme dans le secteur de la charcuterie, Ter Beke compte grandement sur les innovations et le développement de nouveaux produits pour assurer sa croissance. Ces innovations permettent de s'adapter aux envies des consommateurs qui sont constamment en changement. De plus, la population européenne fait de plus en plus attention à la sécurité alimentaire, la provenance des produits, l'écologie, le fait que les produits soient sains, les labels, les nutri-score, etc. Répondre à ces besoins permet de se différencier même si cela peut nécessiter des investissements supplémentaires. (Ter Beke, 2019)

6. Analyse stratégique et concurrentielle

6.1. Stratégies

Afin de continuer dans sa création de valeur et de croissance, Ter Beke se concentre sur quatre objectifs stratégiques principaux qui sont la satisfaction des clients, l'excellence opérationnelle, la gestion des coûts et enfin l'innovation. (Ter Beke, 2018)

6.2. Risques

Tout comme n'importe quelle entreprise, Ter Beke est confrontée à différents risques au quotidien. Bien que l'entreprise prenne de nombreuses précautions pour limiter ces risques, il y en a aussi qui sont inévitables et sur lesquels Ter Beke n'a pas de contrôle. Parmi ces risques, il y a les risques liés au business, les risques liés au marché et les risques financiers et juridiques.

6.2.1. Risques liés au business

Tout d'abord, parmi les risques liés au business il y a la sécurité alimentaire et la responsabilité des produits. En effet, Ter Beke étant un producteur de produits alimentaires, il y a de très nombreuses règles d'hygiène et de sécurité à respecter. Il faut que les produits soient frais, sûrs et que les informations de composition et de traçabilité soient facilement accessibles. Si cela n'est pas respecté, c'est l'image de marque qui est affectée et donc les ventes. Pour limiter ces risques, les exigences de Ter Beke sont très élevées à ce niveau, l'entreprise s'impose des standards supérieurs à ceux imposés par la législation. Enfin, une assurance est également prévue en cas de problème. (Ter Beke, 2018)

Comme cela a été détaillé précédemment, Ter Beke opère dans un marché très concurrentiel. Cela aussi bien dans la division de la charcuterie qui est dominé par les marques de distributeurs que sur la marché des plats préparés, bien que celui-ci soit en pleine croissance. Cette concurrence engendre une pression constante sur les prix et sur les marges. La stratégie de Ter Beke pour contrer ce risque consiste en un contrôle efficace des coûts et des améliorations constantes des produits afin de se distinguer des concurrents. (Ter Beke, 2018)

Dans ce secteur, les développements technologiques sont très rapides. Si une entreprise ne s'adapte pas assez rapidement à ces changements alors elle risque d'être moins efficace que ses concurrents et donc de perdre des parts de marché. Pour éviter cela, Ter Beke investit chaque année dans l'amélioration de ses ressources de production et se sert également des bonnes relations qu'elle a avec ses fournisseurs et clients pour se tenir au courant des derniers développements et envies. (Ter Beke, 2018)

Les risques sont aussi présents au niveau des systèmes informatiques. En effet, les entreprises sont de plus en plus dépendantes de ces systèmes pour gérer leur production. Si ceux-ci ne sont pas assez performants cela peut impacter négativement la production et les ventes. Pour diminuer ce risque, Ter Beke investit régulièrement dans la maintenance de ses systèmes informatiques, des back-up sont réalisés et un système ERP commun à toutes les usines est mis en place progressivement. (Ter Beke, 2018)

Enfin un dernier risque qui affecte les entreprises du secteur est la « guerre des talents ». En effet, le succès d'une entreprise passe aussi par les personnes qui y travaillent. Si trop de personnes quittent l'entreprise et s'il n'y a pas assez de nouveaux arrivants, cela peut avoir un impact négatif. C'est pour cela que Ter Beke a créé un programme de jeunes talents qui permet de former des jeunes diplômés dans différents secteurs de l'entreprise. (Ter Beke, 2018)

6.2.2. Risques du marché

Le risque principal est lié à la fluctuation des prix des matières premières et des emballages. Les matières premières sont en grandes parties naturelles et sont donc toujours soumises à des risques liés au climat ou à des maladies potentielles. La qualité est également variable, il faut donc toujours être vigilant. L'augmentation des prix des matières premières a un impact négatif sur les marges de l'entreprise. Pour réduire ce risque, Ter Beke essaie de conclure des contrats à long terme avec ses fournisseurs. (Ter Beke, 2018)

Les relations avec les fournisseurs peuvent aussi présenter un risque. En effet, pour certaines matières premières le nombre de fournisseurs est limité. Si l'un d'eux ne remplit pas sa part du contrat, cela peut impacter la production et donc les ventes. Pour réduire ce risque, Ter Beke entretient de bonnes relations avec ses fournisseurs qui sont

correctement choisis et leur offre une rémunération correcte pour la valeur ajoutée qu'ils apportent. (Ter Beke, 2018)

Dans le sens inverse, les relations avec les clients peuvent aussi représenter des risques. Vu que les clients principaux sont les grands distributeurs d'Europe, leur nombre est limité. Lorsque l'un d'eux décide de mettre fin à un contrat cela représente généralement un impact important sur le chiffre d'affaire. Pour contrer ce risque, Ter Beke essaie de diversifier ses contrats au niveau de la durée et des produits proposés. (Ter Beke, 2018)

Enfin le dernier risque du marché est lié au comportement des clients et consommateurs. En effet, les ventes de Ter Beke dépendent fortement des envies et des habitudes de consommation des consommateurs finaux et ces tendances alimentaires sont en constante évolution. La conjoncture économique globale affecte également les consommateurs finaux. Lorsque ceux-ci décident de consommer moins ou différemment, cela affecte le chiffre d'affaire de l'entreprise. Afin de réduire ce risque et de toujours rencontrer les attentes des consommateurs, Ter Beke réalise des études de marché et s'intéresse au niveau de satisfaction des clients finaux. (Ter Beke, 2018)

6.2.3. Risques financiers et juridiques

Parmi les risques financiers, il y a le risque de crédit. En effet, il y a toujours un risque que les créances des clients ne soient pas payées. Cela a un impact négatif sur la position de trésorerie. Toutefois, la plupart des créances sont faites envers des grands distributeurs européens, ce qui limite le risque. De plus, Ter Beke assure un suivi précis des montants impayés. (Ter Beke, 2018)

Il y a également un risque de change qui est présent et cela est dû au fait que Ter Beke possède des usines et vend des produits dans des pays qui sont hors de la zone euro. Ces taux de change variables peuvent affecter la valeur des actifs financiers de l'entreprise. Pour réduire ce risque, Ter Beke n'utilise pas d'instruments financiers à des fins commerciales et ne spéculé pas. (Ter Beke, 2018)

Un autre risque concerne les taux d'intérêts variables qui découlent du Revolving Facility Agreement⁵ de Ter Beke. Les flux de trésorerie futurs varient en fonction des taux d'intérêts variables de cet instrument. Les mesures prises pour réduire ce risque sont les mêmes que précédemment, Ter Beke n'utilise pas d'instruments financiers à des fins commerciales et ne spéculé pas. (Ter Beke, 2018)

Enfin, dans les risques financiers, il y a toujours le risque de liquidité et de caisse. Comme pour n'importe quelle entreprise, Ter Beke doit veiller à sa position de trésorerie. Toutefois, comme ce sera détaillé plus loin, Ter Beke a une position de trésorerie assez forte par rapport à l'endettement net. De plus, la trésorerie est centralisée et les risques d'intérêts sont couverts. (Ter Beke, 2018)

La dernière catégorie de risques concerne les risques juridiques. Parmi ceux-ci il y a la possibilité de changements dans la législation. Si l'entreprise ne se conforme pas à ces changements elle risque des sanctions. Pour éviter cela, Ter Beke investit chaque année dans la formation de ses collaborateurs pour que ceux-ci restent au courant des dernières modifications. La société fait en sorte d'investir pour toujours être aux normes, aussi en matière de développement durable et d'environnement. (Ter Beke, 2018)

Enfin, il y a le risque de litiges juridiques. Ces litiges peuvent être en lien avec les clients, les fournisseurs ou encore les autorités et cela peut donner une image négative de l'entreprise. Les coûts potentiels liés à ces risques sont comptabilisés selon les normes en vigueur. (Ter Beke, 2018)

6.3. Analyse SWOT

L'analyse SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats)⁶ sert à évaluer les forces, les faiblesses, les opportunités ainsi que les menaces relatives à une compagnie. Cette analyse permet de déterminer la position d'une entreprise dans un marché et cela en prenant en compte des éléments internes : les forces et les faiblesses, et externes : les opportunités et les menaces.

⁵ Facilité de crédit renouvelable. C'est un type de prêt émis par une institution financière qui permet à l'emprunteur de disposer d'un certain montant. Ce dernier peut utiliser l'argent à tout moment, en totalité ou en partie. Le crédit se régénère au fur et à mesure que l'emprunteur rembourse les montants empruntés. (Kagan, 2019)

⁶ Forces, Faiblesses, Opportunités, Menaces

En ce qui concerne les forces de Ter Beke, il y a tout d'abord ses marques qui sont connues dans les différents canaux de distribution et qui peuvent donc être qualifiées de « fortes ». Il y a une certaine image de marque qui leur est associée. A la force de ces marques s'ajoute une logistique assez performante, Ter Beke a des standards de qualité et de traçabilité assez hauts et fourni aussi à ses clients des services de logistique. Ensuite, il y a également le fait que Ter Beke soit le leader européen sur le marché de la lasagne fraîche et le leader au niveau du Benelux pour ce qui est de la découpe et de l'emballage des charcuteries. Ces positions sont bénéfiques à l'entreprise, pour l'image mais également pour les développements futurs. On peut également souligner le fait que les risques liés aux taux de change sont assez limités pour Ter Beke. En effet, la plupart des produits sont vendus dans la zone euro. Bien que des articles soient produits et vendus en Pologne et au Royaume-Uni, la part du chiffre d'affaire liée à ces activités reste minime. Enfin, comme on le remarque dans l'analyse des free cash-flows ainsi que comme l'a souligné René Stevens lors de son interview, Ter Beke a de très bonnes réserves de liquidités ce qui lui permet de pouvoir prévoir des investissements et développements futurs sans se soucier d'une trop forte augmentation de la dette. Pour les investisseurs également, une position de trésorerie confortable est toujours attrayante, ce qui est bénéfique pour Ter Beke. (D'Haese, 2014)

Pour ce qui est des faiblesses, il y a le fait que Ter Beke dépend des grands distributeurs. En effet, ceux-ci achètent une grande partie de la production et sont aussi les clients visés pour la découpe et l'emballage. Ces supermarchés sont de très gros acteurs face à Ter Beke et ils ont donc un pouvoir de négociation très fort, ce qui ajoute une pression supplémentaire sur les marges. En plus de cela, certains risques liés au business tels que développés dans la section 7.2 peuvent représenter des faiblesses comme la variation des prix des matières premières et les changements climatiques.

Parmi les opportunités, il y a la possibilité d'augmenter les ventes à l'échelle internationale. En effet, il y a encore de nombreux marchés qui ne sont pas exploités par l'entreprise et grâce aux récentes acquisitions, Ter Beke possède maintenant des lignes de productions de produits surgelés, ce qui va lui permettre de s'implanter sur des marchés plus éloignés. Ensuite, il y a les possibilités d'innovations dans les produits et les emballages. L'entreprise est reconnue pour ses innovations en matière d'emballages et

continue de travailler à leur amélioration. Il en est de même pour les produits, Ter Beke cherche constamment à les améliorer et à répondre au mieux aux attentes des clients. L'innovation est un de leur point fort et fait d'ailleurs partie des stratégies de l'entreprise. Ter Beke a aussi l'opportunité de répondre aux besoins grandissants des distributeurs. Ceux-ci désirent constamment améliorer leur chaîne d'approvisionnement et Ter Beke peut les aider dans cette tâche, cela représente un avantage pour eux. Enfin il y a toujours des possibilités de croissance interne et externe. L'usine située en Pologne peut facilement être agrandie afin d'augmenter les volumes de production pour permettre une croissance interne. En ce qui concerne la croissance externe, il y a toujours des possibilités d'achat d'autres entreprises. (D'Haese, 2014)

Enfin, il y a aussi beaucoup de menaces auxquelles Ter Beke doit faire face. La plupart d'entre elles sont détaillées dans la section 7.2 consacrée aux risques. En plus de ces risques, on peut également souligner la possibilité de crises dans le secteur alimentaire. Celles-ci peuvent être liées à des maladies animales comme actuellement la peste porcine ou peuvent être liées à des scandales concernant les traitements des animaux ou la façon dont les aliments sont produits. Les causes des crises sont très variables et celles-ci sont toujours imprévues mais peuvent causer des dommages importants. Enfin, le Brexit représente aussi une menace pour Ter Beke étant donné que l'entreprise a une usine au Royaume-Uni et qu'elle y exporte aussi des produits. (D'Haese, 2014)

Forces	Faiblesses
Marques fortes Logistique performante Leader du marché Risque lié au change limité Réserves de liquidités importantes	Dépendance envers les supermarchés Risques liés au business
Opportunités	Menaces
Augmentation des ventes internationales Innovation dans les produits et emballages Réponse aux besoins des distributeurs Croissance interne et externe possible	Risques liés au business Risques liés au marché Risques financiers et juridiques Brexit

Figure 2 - Analyse SWOT

6.4. Analyse des cinq forces de Porter

L'analyse des cinq forces de Porter permet d'analyser l'environnement dans lequel une entreprise opère. Michael Porter a défini cinq forces qui permettent de caractériser la structure d'une industrie. Ces cinq forces sont les suivantes : la rivalité intra-sectorielle, le pouvoir de négociation des clients, le pouvoir de négociation des fournisseurs, la menace des nouveaux entrants et la menace des produits de substitution. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

Dans le cas de Ter Beke, la rivalité intra-sectorielle est très forte, particulièrement pour le marché de la charcuterie qui est un marché mature et saturé. Et dans le secteur des plats préparés, bien que celui-ci soit en pleine expansion, le nombre de concurrents est également assez important.

Le pouvoir de négociation des clients est lui aussi assez fort. En effet, les clients principaux sont peu nombreux et sont les grands distributeurs européens. Ce sont donc des groupes très puissants face à l'entreprise belge. Toutefois, Ter Beke essaie de réduire ce pouvoir qu'ont les clients en se différenciant de ses concurrents. Pour cela, elle propose aux distributeurs de s'occuper d'une partie de leur logistique d'approvisionnement. Cela permet à Ter Beke de se différencier au sein de la concurrence intra-sectorielle et de se différencier auprès des clients.

Concernant le pouvoir de négociation des fournisseurs, celui-ci peut être assez important aussi pour certaines matières premières pour lesquelles Ter Beke n'a que peu de fournisseurs. De plus, dans son souci de recherche de qualité pour ses produits, Ter Beke travaille avec des fournisseurs préférentiels, ce qui limite leur quantité et leur donne un avantage supplémentaire et qui augmente leur pouvoir de négociation.

Ensuite, pour ce qui est de la menace des nouveaux entrants, elle est assez faible. En effet, le marché étant très concurrentiel et même saturé pour la charcuterie, ce n'est pas un marché attractif pour de nouvelles entreprises. C'est plutôt le contraire qui se produit dans le domaine de la charcuterie, certains grands groupes quittent le marché. De plus, les barrières à l'entrée sont assez fortes car les investissements sont conséquents tant au niveau des moyens de production qu'au niveau des normes de sécurité alimentaire qui sont de plus en plus poussées et donc coûteuses à respecter.

Enfin, la menace des produits de substitution est également assez forte. Dans le secteur de la charcuterie, ce sont les marques de distributeurs qui sont les plus présentes. Les consommateurs ne sont donc pas loyaux à une marque ou une autre. Il en est de même pour le secteur des plats préparés, les marques propres ne sont pas très fortes par rapport aux marques des distributeurs. Toutefois, il est important de souligner que Ter Beke travaille beaucoup avec les marques de distributeurs, plus qu'avec ses marques propres. Elle est donc en quelque sorte protégée contre cette concurrence. Mais les réels substituts sont nombreux, principalement pour les plats préparés. En effet, il y a les restaurants ainsi que les plats à emporter ou à se faire livrer qui représentent les principaux substituts et qui se développent fortement.

7. Analyse financière et prévisions

7.1. Croissance du revenu

En analysant les résultats de Ter Beke durant les cinq dernières années, on remarque que le chiffre d'affaire est en constante augmentation, avec une petite exception en 2015. Cette croissance du chiffre d'affaire a été très fortement accélérée en 2017 et 2018 grâce aux différentes acquisitions et a été principalement soutenue par la division des plats préparés. Cela est dû au fait que les acquisitions sont principalement axées sur cette division et que c'est un marché en pleine expansion alors que le marché de la charcuterie est plutôt saturé. En 2017 et 2018, la croissance de la division des plats préparés était de 52,2% et 39,4% respectivement. En ce qui concerne la division de la charcuterie les taux de croissance étaient de 5% et 35,3% respectivement en 2017 et 2018. Malgré ces taux de croissance différents, on note que la répartition du chiffre d'affaire est toujours d'environ 60% pour la charcuterie et 40% pour les plats préparés. Pour ce qui est de la répartition géographique du chiffre d'affaire en 2018, la plus grande partie de celui-ci est réalisée au Pays-Bas avec une proportion de 45%, le deuxième plus gros marché pour Ter Beke est le marché belge sur lequel 26% du chiffre d'affaire a été réalisé en 2018. La Belgique est suivie par le Royaume-Uni avec 10% du chiffre d'affaire. Viennent ensuite les autres pays d'Europe, la France et enfin l'Allemagne. (Ter Beke, 2018)

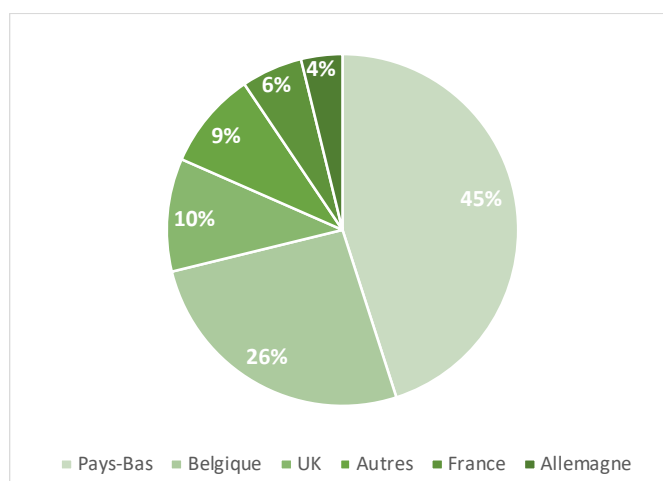


Figure 3 - Répartition du chiffre d'affaire selon la région géographique au 31 décembre 2018

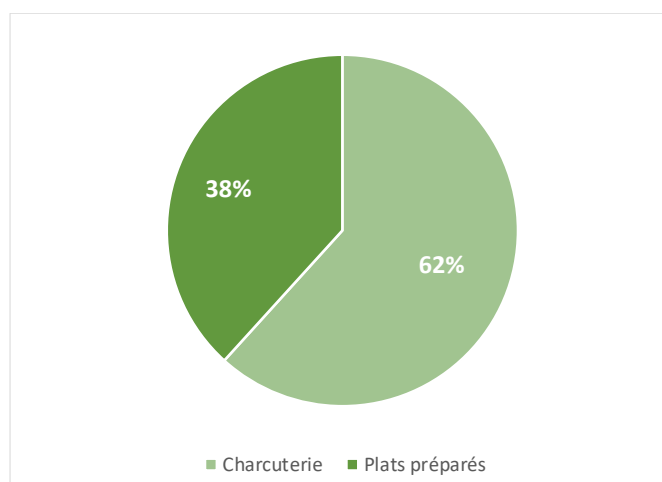


Figure 4 - Répartition du chiffre d'affaire selon la division au 31 décembre 2018

Pour ce qui est de l'évolution future du chiffre d'affaire, celle-ci est toujours soutenue par les acquisitions qui ont eu lieu en 2017. Les prévisions d'évolution ont été faites pour chacun des deux secteurs de l'entreprise. En ce qui concerne les plats préparés, c'est un secteur en pleine expansion qui a de très belles perspectives devant lui. En plus de cela, Ter Beke prévoit de se développer dans les produits surgelés ainsi que dans le secteur de la restauration de collectivité. On prévoit donc une croissance de 7,5% entre 2018 et 2019. Cette croissance diminuera pour arriver à une croissance de 2% par an entre 2022 et 2023. En ce qui concerne le secteur des charcuteries, les possibilités de croissance sont limitées car c'est un marché mature, en léger déclin. Toutefois, Ter Beke peut compter sur ses activités de découpage et d'emballage pour maintenir son chiffre d'affaire dans ce secteur. Un nouveau contrat de conditionnement conclu en 2018 permet de prévoir une augmentation du chiffre d'affaire dans ce secteur de 5,5% entre 2018 et 2019. Pour la suite, l'évolution du chiffre d'affaire de ce secteur sera de 3% entre 2019 et 2020 et finira par se stabiliser à une croissance de 1,5% par an. Cela nous mène à une croissance du chiffre d'affaire de 6,3% entre 2018 et 2019, qui sera de 3,8% entre 2019 et 2020 et finalement de 1,7% entre 2022 et 2023, si aucun changement majeur n'intervient dans l'entreprise. Ces prévisions de croissance conservent une proportion de 60% du chiffre d'affaire pour les charcuteries et 40% de ce chiffre pour les plats préparés. (Annexe 3)

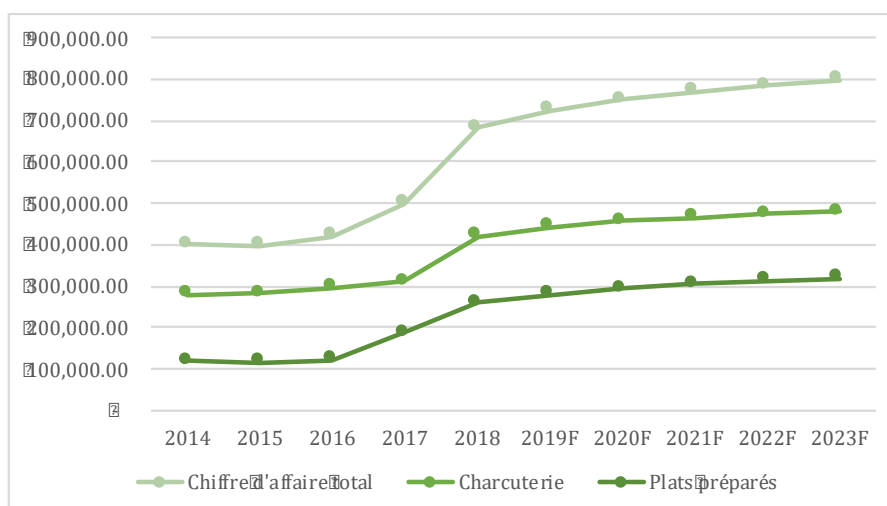


Figure 5 - Évolution du chiffre d'affaire (en milliers d'euros)

Ces prévisions se rapprochent de celles faites par les analystes de KBC (KBC Securities, 2019) et nous amènent à un TCCA de 3,6% entre 2018 et 2023. Le TCCA estimé par Fitch Solutions pour le secteur de l'alimentation en Europe entre 2018 et 2023 est de 4,3%. (Fitch Solutions , 2019) Vu que les produits de Ter Beke ne couvrent pas l'ensemble des catégories de produits du secteur alimentaire et qu'ils pourraient être considérés comme n'étant pas de première nécessité, le TCCA obtenu dans les prévisions est satisfaisant. De plus, l'analyste Fraser Donlon estime que le marché pourrait offrir une croissance à long terme de 3%. (F. Donlon, email, 6 juin, 2019)

7.2. Cost of goods sold⁷ (COGS)

Au niveau des coûts des matières premières, on voit que la part de celles-ci par rapport au chiffre d'affaire est en augmentation depuis 2014 avec une augmentation particulièrement forte en 2017 qui peut se justifier avec les acquisitions. La proportion reste la même en 2018 et représente 59% du chiffre d'affaire. Pour 2019 ce taux est revu légèrement à la baisse, à 58,5%, ce qui se justifie par deux choses. Tout d'abord les prix des matières premières telles que le porc sont en augmentation et cela est dû à la peste porcine qui sévit dans le monde et qui a maintenant atteint la Chine. D'un autre côté, les effets des synergies liées aux acquisitions devraient permettre de réduire les coûts des matières premières et ce grâce aux économies d'échelle et au pouvoir de négociation accru de Ter Beke. Ces deux effets ont des impacts opposés mais cela permet de justifier

⁷ Coût des marchandises vendues

une certaine stabilité dans un futur assez proche. Pour la suite, la bonne gestion des coûts de Ter Beke ainsi que les avantages des économies d'échelle devraient permettre de réduire ce pourcentage pour arriver à une proportion de 57% dès 2022 et durant les années suivantes. En effet, sans éléments supplémentaires, les coûts ne peuvent pas décroître indéfiniment. La marge brute ne pourra jamais réellement s'améliorer dû fait que Ter Beke agit dans un marché très compétitif. (Annexe 1)

7.3. Cost of sales⁸ (COS)

Parmi les autres coûts relatifs aux ventes, il y a tout d'abord les salaires. En analysant les comptes de résultat des cinq dernières années, on remarque que c'est toujours la même proportion du chiffre d'affaire qui est concernée. De plus, les emplois concernés sont pour la plupart des emplois peu qualifiés. Les prévisions sont donc stables pour les années à venir. Le taux de 18% du chiffre d'affaire est maintenu pour les prévisions des cinq prochaines années. (Annexe 1)

En ce qui concerne les autres catégories de coût, il y a les services et biens divers. On remarque que ces coûts représentent toujours la même proportion du chiffre d'affaire. Cette proportion est donc maintenue fixe, au taux de 2018 de 17% pour les prévisions des cinq prochaines années. (Annexe 1)

Ensuite, il y a les autres produits et charges d'exploitation qui ont été regroupés. Ce poste est plutôt insignifiant et c'est donc une moyenne de la proportion par rapport au chiffre d'affaire durant les cinq dernières années qui sera utilisée pour les prévisions. Ce taux est de 0,22% du chiffre d'affaire. (Annexe 1)

7.4. Autres coûts

Les amortissements, réductions de valeurs et provisions sont un poste moins important pour l'évaluation étant donné que ce sont des charges non-décaissées, celles-ci ne rentrent pas en compte dans le calcul des free cash-flows. Pour les prévisions de ces amortissements, ils ont été divisés entre les amortissements des immobilisations corporelles et les amortissements des immobilisations incorporelles. Ce sont les taux

⁸ Coût des ventes

d'amortissements moyen par rapport aux ventes sur les cinq dernières années qui sont utilisés pour les prévisions. (Annexe 1)

Pour ce qui est des frais financiers, on remarque que durant les cinq dernières années, la charge financière nette a représenté en moyenne 2,32% du montant de la dette nette. C'est donc cette moyenne qui est retenue pour les prévisions des cinq prochaines années. (Annexe 1)

En ce qui concerne les impôts, le taux d'imposition des sociétés en Belgique est de 33,99%. Toutefois, on remarque que le taux effectif ne correspond jamais à celui-là. En effet, d'autres éléments interfèrent. Les analystes de KBC estiment un taux d'intérêt de 28% (KBC Securities, 2019), ce taux de 28% correspond aussi à la moyenne des années 2014, 2015 et 2016. C'est donc ce taux de 28% qui est utilisé pour les cinq années de prévisions. (Annexe 1)

7.5. Marges

La marge de l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)⁹ par rapport au chiffre d'affaire était en moyenne de 8% durant les cinq dernières années, avec une légère diminution en 2018 où cette marge était de 6%. Cela peut s'expliquer avec l'augmentation du coût des matières premières ainsi que par le manque de synergies entre les différentes entités acquises. Pour le futur, en prenant en tenant compte de l'évolution des coûts comme détaillé ci-dessus, la marge de l'EBITDA devrait être de 7% en 2019 et 2020 et ensuite augmenter à 8% pour les années suivantes. (Annexe 1)

En ce qui concerne la marge de l'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)¹⁰ qui correspond au résultat d'exploitation, celle-ci était en moyenne de 4% durant les cinq dernières années avec une diminution à 2% en 2018. En tenant compte des prévisions des coûts pour les cinq prochaines années, cette marge devrait remonter à 3% en 2019 et 2020 et ensuite à 4% pour les années suivantes. (Annexe 1)

⁹ Bénéfices avant intérêts, taxes, dépréciations et amortissements

¹⁰ Bénéfices avant intérêts et taxes

*1000 EUR	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Chiffre d'affaire	418.563	497.386	680.460	723.092	750.381	769.796	784.384	797.709
Croissance		18,8%	36,8%	6,3%	3,8%	2,6%	1,9%	1,7%
COGS	- 227.177	- 292.646	- 399.416	- 423.009	- 435.221	- 442.633	- 447.099	- 454.694
COS	- 153.651	- 166.331	- 237.008	- 251.491	- 260.983	- 267.735	- 272.809	- 277.443
EBITDA	37.735	38.409	44.036	48.592	54.178	59.428	64.476	65.572
Marge EBITDA	9%	8%	6%	7%	7%	8%	8%	8%
EBIT	18.190	22.018	16.218	18.345	22.789	27.228	31.666	32.203
Bénéfice de l'exercice	12.562	17.139	7.241	10.862	14.148	17.516	20.866	21.421

Figure 6 - Tableau récapitulatif du compte de résultat

7.6. Dépenses d'investissements

Les dépenses d'investissements représentent des dépenses pour l'entretien et la mise en place d'immobilisations corporelles et incorporelles. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

Étant donné que ces dépenses permettent à l'entreprise de fonctionner correctement et de se développer, elles sont liées au chiffre d'affaire et à sa croissance. Bien que les récentes acquisitions aient permis de booster le chiffre d'affaire et le développement de Ter Beke, ces effets ne seront pas éternels. Les dépenses d'investissements vont donc devoir continuer pour assurer la croissance de l'entreprise. Pour refléter ces besoins, la proportion de ces dépenses par rapport au chiffre d'affaire durant les cinq prochaines années va augmenter. Cela avec deux pics en 2020 et 2023 qui pourraient correspondre à l'agrandissement de l'usine en Pologne ou encore à de nouvelles acquisitions. (Annexe 5)

7.7. Structure du capital

La structure du capital permet de savoir comment une entreprise est financée, si elle est plutôt financée par des fonds propres ou plutôt par des dettes. Pour ce faire, on utilise le ratio des dettes financières nettes par rapport aux capitaux propres. A savoir que les dettes financières nettes représentent les dettes financières diminuées des créances financières, des liquidités et placements de trésorerie. Ce ratio montre donc la capacité des fonds propres de l'entreprise à rembourser les dettes. Plus ce ratio est élevé et plus le risque est élevé. (Kenton, 2018)

Dans le cas de Ter Beke, ce ratio est généralement assez faible, en-dessous de 0,5. Sauf en 2017 et 2018 où il est autour de 1. Cela s'explique par les acquisitions réalisées en 2017. Toutefois, selon les prévisions pour le futur et grâce aux flux de trésorerie qui sont assez élevés, ce ratio devrait diminuer au fil des années pour retrouver un niveau en-

dessous de 0,5. Cela est très positif pour Ter Beke et ses investisseurs car cela prouve que Ter Beke est capable d'assurer sa croissance grâce à ses fonds propres. (Annexe 2)

7.8. Fonds de roulement

En ce qui concerne les fonds de roulement, ceux-ci sont calculés comme étant la somme des stocks et des créances commerciales et autres à laquelle on enlève les dettes commerciales et autres. Ce fonds de roulement est une mesure de la santé financière de l'entreprise à court terme. En effet, si une entreprise a un fond de roulement suffisant alors elle sera capable d'assurer son fonctionnement quotidien, d'investir et de se développer. (Kenton, 2019)

Le fond de roulement par rapport aux ventes a été assez variable au cours des cinq dernières années avec une moyenne de 3,4%. Pour les prochaines années, les prévisions donnent des proportions légèrement supérieures à cette moyenne. Cela s'explique avec l'agrandissement de l'entreprise ce qui entraîne la nécessité de plus de fonds. Cette augmentation vient principalement d'une augmentation des stocks. En effet, les nouvelles usines ainsi que l'insertion des produits surgelés dans la gamme mènent à une augmentation des stocks. En ce qui concerne les créances commerciales et autres, le taux de projection utilisé est le taux moyen de ces créances par rapport aux ventes sur les cinq dernières années. En effet, les clients sont toujours les mêmes, les conditions de paiement aussi, il n'y a donc pas de différence à prévoir pour les prochaines années. Enfin, en ce qui concerne les dettes commerciales et autres, le montant de celles-ci est maintenu à un taux fixe de 19,5% pour les cinq prochaines années pour être en ligne avec les années précédentes. (Annexe 4)

7.9. Bénéfices

Les bénéfices des exercices des cinq dernières années ont toujours été croissants avec une exception en 2018. Cela s'explique par les grands changements qu'on impliqué les acquisitions de 2017. En effet, il faut du temps pour que tout se mette en place correctement et des frais sont également nécessaires pour cela. En 2019 et pour les années suivantes la croissance des bénéfices devrait reprendre étant donné les prévisions assez positives faites pour Ter Beke. Le bénéfice par action va donc lui aussi augmenter car il n'y a pas d'augmentation de capital prévue dans les années à venir. (Annexe 1)

7.10. Les free cash-flows

Les free cash-flows représentent l'argent disponible après que toutes les dépenses d'exploitation et toutes les dépenses en capital aient été faites. Lorsque ceux-ci sont positifs, cela signifie que l'entreprise génère plus de cash que ce qu'elle n'en consomme pour fonctionner quotidiennement et investir. Cela est une bonne chose, surtout pour les investisseurs, qui pourraient profiter de cet excédent de liquidités. (Jagerson, 2019) Ces cash-flows sont calculés à l'aide de certains des éléments qui ont été détaillés ci-dessus. En effet, pour les calculer, on prend l'EBIT duquel on enlève les taxes, ce qui donne l'EBIAT (Earnings Before Interests After Taxes)¹¹. A cela, on rajoute les amortissements et on déduit les dépenses d'investissement et le changement dans les fonds de roulements. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015) (Annexe 5)

$$\text{Free Cash Flow} = \text{EBIT} - \text{Taxes} + \text{Amortissements} - \text{Dépenses d'investissement} + \text{Changements de fonds de roulement}$$

*1000 EUR	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
EBIT	18.190	22.018	16.218	18.345	22.789	27.228	31.666	32.203
- Taxes	- 5.258	- 4.006	- 5.587	- 4.224	- 5.502	- 6.812	- 8.114	- 8.330
= EBIAT	23.448	26.024	21.805	22.569	28.291	34.039	39.780	40.534
Amortissements, réductions de valeur et provisions	19.545	16.391	27.818	30.247	31.388	32.201	32.811	33.368
Dépenses d'investissements	14.800	13.500	28.000	30.370	37.519	33.101	34.121	47.863
Fonds de roulement	7.826	28.808	23.097	26.031	29.265	30.022	33.729	34.301
Changement du fond de roulement	- 5.042	20.982	- 5.711	2.934	3.234	757	3.706	573
Free Cash-flows	33.235	7.933	27.334	19.512	18.927	32.381	34.764	25.466

Figure 7 - Calcul des free cash-flows

Pour Ter Beke, ces free cash-flows sont toujours positifs et représentaient en moyenne 5% du chiffre d'affaire durant les cinq dernières années. En 2017, ce taux n'était que de 2% à cause des acquisitions. Selon les prévisions faites pour les différents éléments qui interviennent dans le calcul de ces flux de trésorerie, la moyenne par rapport au chiffre d'affaire pour les cinq prochaines années devrait être un peu plus faible. Les flux

¹¹ Bénéfices avant les intérêts et après les taxes

de trésorerie disponibles de Ter Beke sont donc assez importants et cela représente une force pour l'entreprise.

8. Évaluation

Pour l'évaluation de Ter Beke, deux méthodes sont utilisées. Premièrement la méthode de l'actualisation des free cash-flows et ensuite la méthode des comparables.

8.1. Évaluation intrinsèque : free cash-flows

8.1.1. Calcul du WACC

Les flux de trésorerie disponibles sont la base de l'évaluation intrinsèque d'une entreprise. Afin de dégager une valeur d'action actuelle, ces flux de trésorerie disponibles doivent être actualisés. Pour ce faire, on utilise le WACC (Weighted Average Cost of Capital)¹² : (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

$$WACC = \left[K_e * \frac{E}{D + E} \right] + \left[K_d * (1 - T) * \frac{D}{D + E} \right]$$

Avec,

K_e = Coût du capital

K_d = Coût de la dette

E = Valeur du marché du capital

D = Valeur du marché de la dette

T = Taux d'imposition

Le coût du capital est calculé à l'aide du CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹³ : (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

$$CAPM = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Avec,

R_f = Taux sans risque

β = Bêta

R_m = Taux de risque du marché

¹² Coût moyen pondéré du capital

¹³ Modèle d'évaluation des actifs financiers

Le taux sans risque correspond au rendement attendu pour les obligations de l'état belge sur dix ans au 31 décembre 2018, c'est-à-dire 0,25%. (Fenebris, 2019) Le Bêta représente une mesure de la volatilité du prix de l'action par rapport au risque du marché dans sa globalité. Dans le cas de cette évaluation, il sera de 1. Cela est basé sur la revue de différentes analyses financières réalisées dans les années précédentes. Ce Bêta de 1 signifie que les changements dans le prix de l'action sont tout à fait corrélés avec les changements du marché en général. (Kenton, 2019) Le taux de risque du marché quant à lui est de 7,83%. (Fenebris, 2019) Toutes ces informations prises en compte, on obtient un WACC de 5,77%. (Annexe 6)

8.1.2. Calcul du prix de l'action

Afin de dégager une valeur actualisée de l'entreprise, il faut aussi calculer une valeur terminale (Annexe 6) : (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

$$\text{Valeur terminale} = \frac{\text{Free Cash Flow}_{2023} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Avec,

$g = \text{taux de croissance à l'infini}$

Toutefois, selon les conseils de René Stevens ainsi que sur base des analyses financières passées, ce taux de croissance à l'infini est placé à 0. (R. Stevens, interview, 23 juillet, 2019) On obtient une valeur terminale de 441.278.000 €. (Annexe 7)

La valeur terminale de l'entreprise ainsi que les free cash-flows sont actualisés à l'aide du WACC pour calculer la valeur actualisée de l'entreprise (Annexe 8) : (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

$$\text{Valeur actualisée de l'entreprise} = \sum_n^t \frac{\text{Free Cash Flow}_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{\text{Valeur terminale}}{(1 + WACC)^t}$$

Pour Ter Beke, on obtient une valeur actualisée de 443.075.000 €. De cette valeur, on soustrait la dette nette de l'entreprise et on divise le résultat par le nombre d'actions en circulation pour trouver la valeur actualisée d'une action. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

$$\text{Valeur d'une action} = \frac{\text{Valeur actualisée} - \text{Valeur du marché de la dette}}{\text{Nombre d'actions}}$$

Cette valorisation donne une valeur de l'action de 184€. (Annexe 9)

8.1.3. Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité sert à déterminer comment des changements dans les données estimées et calculées pourraient affecter l'évaluation finale. Pour ce faire, différentes variations sont testées. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

Les premières variations concernent le WACC et les free cash-flows de 2023. Ces deux éléments varient de plus ou moins 1,5 point de pourcentage. On remarque qu'avec un WACC légèrement plus élevé et des FCF plus faibles que prévus on arrive à une valeur de l'action inférieure à ce qu'elle est actuellement. L'évolution de ces FCF est donc quelque chose d'important à suivre afin de prendre des décisions d'achat ou de vente.

		FCF 2023 en tant que % du CA						
		1,75%	2,25%	2,75%	3,25%	3,75%	4,25%	4,75%
WACC	4,27%	150	195	240	274	329	373	418
	4,77%	130	169	208	238	285	324	363
	5,27%	113	148	182	209	251	285	319
	5,77%	99	130	161	184	222	253	283
	6,27%	87	115	143	164	198	225	253
	6,77%	77	102	127	147	177	202	227
	7,27%	69	91	114	132	159	182	205

Figure 8 - Analyse de sensibilité avec variation du WACC et des FCF de 2023

Pour la seconde analyse, c'est le taux de croissance à l'infini ainsi que le WACC qui sont soumis à des variations. Le WACC varie de la même façon que dans la première analyse et le taux de croissance à l'infini varie entre -1% et 1%. On voit qu'il n'y a que deux scénarios extrêmes qui mènent à une valeur de l'action inférieure à ce qu'elle est aujourd'hui.

		Taux de croissance infini = g								
		-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
WACC	4,27%	224	234	246	259	274	291	310	331	356
	4,77%	198	206	216	226	238	251	265	281	300
	5,27%	176	183	191	199	209	219	230	243	257
	5,77%	158	164	170	177	184	193	202	212	222
	6,27%	142	147	152	158	164	171	178	186	195
	6,77%	128	132	137	141	147	152	158	165	172
	7,27%	116	119	123	127	132	136	141	147	153

Figure 9 - Analyse de sensibilité avec variation du WACC et du taux de croissance infini

8.2. Évaluation relative : analyse des pairs

La seconde méthode utilisée pour valoriser l'entreprise Ter Beke est la méthode des comparables. Cette méthode consiste à réaliser l'évaluation d'une entreprise en se basant sur des multiples d'autres entreprises similaires.

8.2.1. Présentation des entreprises comparables

La première étape de cette méthode consiste à identifier les entreprises qui sont similaires au niveau de leurs activités et donc des risques encourus. Mais il est également important de choisir des entreprises qui opèrent dans les mêmes régions géographiques. Pour ce faire, six entreprises ont été retenues.

Fleury Michon est une entreprise française, leader dans la production et la commercialisation de charcuteries et de plats préparés. Les produits sont principalement vendus en grandes surfaces en France mais une partie de leur chiffre d'affaire se fait aussi sur les marchés internationaux ainsi que sur le marché de la restauration hors domicile. (Fleury Michon, 2019) Selon René Stevens, cette entreprise est la plus comparable à Ter Beke au niveau de la taille, des activités et de la région géographique des ventes. (R. Stevens, interview, 23 juillet, 2019) La capitalisation boursière et le prix de l'action étaient respectivement de 169,4 millions d'euros et 38,60€ au 31 décembre 2018. (Zone Bourse, 2019)

LDC est également une entreprise française active dans la production et la commercialisation de produits à base de volaille. Ils produisent des charcuteries mais également des plats préparés qui sont principalement vendus en France mais aussi à l'international pour une petite partie du chiffre d'affaire. (LDC, 2019) La capitalisation boursière et le prix de l'action étaient, au 28 février 2019, de 1.876,2 millions d'euros et 109,5€ respectivement. (Zone Bourse, 2019)

Atria est une compagnie finlandaise active dans le secteur alimentaire en Europe du Nord, en Russie et dans les pays Baltiques. Les produits de cette entreprise sont principalement faits à base de viandes et sont des charcuteries, des viandes fraîches et des plats préparés. (Atria Group, 2019) Au 31 décembre 2018, la capitalisation boursière de cette compagnie était de 125,4 millions d'euros et le prix d'une action était de 6,58€. (Zone Bourse, 2019)

Orior est une entreprise basée en Suisse qui produit aussi des plats préparés ainsi que des charcuteries et autres préparations à base de viandes. Le marché principal sur lequel Orior écoule ses produits est le marché suisse mais ils exportent également des marchandises dans les pays européens voisins. (Orior, 2019) La capitalisation boursière de Orior était de 461 millions d'euros au 31 décembre 2018 et la prix d'une action à cette même date était de 70,73€. (Zone Bourse, 2019)

Bell Food Group est également une entreprise suisse qui produit et commercialise des produits à base de viande, charcuteries et plats préparés entre autres. Bell Food Group est le leader du marché de ce secteur en Suisse. Le marché suisse représente donc la plus grande partie du chiffre d'affaire mais l'entreprise écoule aussi ses produits dans quelques autres pays européens. (Bell Food Group, 2019) La capitalisation boursière de Bell Food Group et le prix d'une action étaient respectivement de 1.434 millions d'euros et 270,66€ au 31 décembre 2018. (Zone Bourse, 2019)

Cranswick est un des plus grand producteur alimentaire au Royaume-Uni. Leur gamme se compose principalement de produits à base de viande comme des charcuterie et des plats préparés. Les produits sont principalement vendus au Royaume-Uni dans les supermarchés mais également dans les services de restauration collective. Ils exportent aussi une partie de leur production dans d'autres pays européens. (Cranswick, 2019) Au 31 mars 2019, la capitalisation boursière de Cranswick était de 1.252 M€ et le prix d'une action était de 24,23€. (Zone Bourse, 2019)

8.2.2. Évaluation

Pour réaliser cette évaluation, trois multiples différents vont être calculés : le Price-to-Earnings Ratio¹⁴ (PER), l'EV/EBITDA (Entreprise Value/EBITDA)¹⁵, l'EV/EBIT (Entreprise Value/EBIT)¹⁶. Ce sont les multiples les plus couramment utilisés. Les différents multiples sont calculés pour chaque entreprise et puis une moyenne est calculée. Cela permet de voir si l'entreprise étudiée se situe dans la moyenne de ses pairs.

Le premier multiple qui est le PER est un multiple du prix. C'est un ratio du prix de l'action sur le marché par rapport à une valeur fondamentale de l'entreprise, le résultat par action dans ce cas-ci. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015) Ce ratio est de 28.95x pour Ter Beke alors que la moyenne des pairs est bien en-dessous, à 16.52x. Cela mène à penser que le prix de l'action de Ter Beke pourrait être surévalué sur le marché. (Annexe 10) Cela peut s'expliquer à l'aide des récentes acquisitions. En effet, ces acquisitions mènent à des prévisions de croissance assez fortes ce qui justifie que le PER est plus élevé que la moyenne.

Les deux multiples suivants sont des multiples de la valeur d'entreprise. C'est un ratio de la valeur de marché totale de l'entreprise par rapport à une valeur fondamentale de l'entreprise. Ici, ces valeurs fondamentales sont l'EBITDA et l'EBIT. La valeur d'entreprise est calculée comme étant la capitalisation boursière de l'entreprise augmentée de la valeur nette des dettes. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

On peut également calculer la valeur d'entreprise par rapport à l'EBIT. Pour ce multiple, on a une valeur moyenne de 14.50x alors que ce ratio pour Ter Beke est de 20.75x. Cela signifie que par rapport à ce multiple, Ter Beke est surévaluée. (Annexe 10)

Enfin, la valeur d'entreprise par rapport à l'EBITDA (EV/EBITDA) est probablement le multiple le plus utilisé pour les valorisations. Cela s'explique par le fait que le multiple EV/EBITDA permet de comparer des entreprises qui ont des structures de financement différentes ainsi que des compagnies qui ont des taux d'amortissements et de dépréciation différents. (Pinto, Henry, Robinson, Stowe, & Wilcox, 2015)

¹⁴ Ratio du cours par rapport aux bénéfices

¹⁵ Valeur de l'entreprise par rapport à l'EBITDA

¹⁶ Valeur de l'entreprise par rapport à l'EBIT

L'EV/EBITDA moyen parmi les entreprises comparables est de 7.59x alors que l'EV/EBITDA de Ter Beke est de 7.63x. On peut donc conclure que par rapport à ce multiple, Ter Beke est relativement bien évalué. (Annexe 10)

Ce ratio moyen permet également de dégager une valeur d'entreprise et ainsi une valeur d'action. Pour Ter Beke, en utilisant ce multiple, on arrive à une valeur d'action de 120€. Cela est assez proche de la valeur du prix de l'action sur le marché et confirme que par rapport à ce ratio, Ter Beke est bien évaluée par le marché. (Annexe 10)

8.3. Résultats de l'évaluation de Ter Beke

La méthode des free cash-flows ainsi que la méthode des comparables nous donnent des résultats assez différents en ce qui concerne l'évaluation réelle de Ter Beke. C'est donc une moyenne des résultats de ces deux méthodes qui va permettre de dégager un prix cible unique pour les actions de Ter Beke.

Pour rappel, la méthode des free cash-flows mène à une valeur de l'action de 184€. Ce montant ainsi que la valeur calculée avec la méthode des comparables donnent une moyenne de 152€. Ce montant représente le prix cible de l'action de Ter Beke et se rapproche de l'évaluation faite par les analystes de KBC qui donne un prix cible de 155€. (KBC Securities, 2019) Cette valeur estimée de l'action est supérieure à la valeur de l'action de Ter Beke sur le marché actuellement et mène donc à donner une opinion d'achat concernant les actions de Ter Beke.

9. Conclusion

Le but de ce mémoire était de réaliser une évaluation de l'entreprise belge Ter Beke afin de donner une opinion d'achat ou de vente. Pour ce faire, une brève revue théorique a permis de dégager les étapes importantes à suivre dans une évaluation.

La première étape qui consiste à comprendre l'entreprise et son industrie a permis de conclure que Ter Beke est une entreprise prospère qui vient de subir de nombreux changements suite aux acquisitions de quatre entreprises en 2017. Cela lui offre de belles perspectives pour l'avenir malgré le fait qu'elle opère dans un marché très compétitif. En effet, que ce soit sur le marché des charcuteries ou le marché des plats préparés, la concurrence est très présente. Le marché de la charcuterie est plutôt saturé mais le marché des plats préparés est en pleine expansion ce qui laisse de nombreuses opportunités à Ter Beke.

Ensuite, une analyse stratégique et opérationnelle a permis d'identifier les risques principaux auxquels l'entreprise doit faire face. Ceux-ci sont principalement liés aux fluctuations des prix des matières premières et aux changements dans les habitudes de consommation et attentes des consommateurs qui font que l'entreprise doit constamment s'adapter et innover.

La partie concernant l'analyse financière et les prévisions permet de réunir toutes les données nécessaires à l'évaluation de l'entreprise selon la méthode des free cash-flows. Cette méthode couplée à la méthode des comparables amènent à une valeur de l'action de 152€ ce qui est supérieur à la valeur de l'action sur le marché et qui permet donc de donner une opinion d'achat concernant l'action de Ter Beke.

Toutefois, il y a des limites à l'évaluation réalisée dans ce mémoire. En effet, les informations et les ressources auxquelles j'ai pu avoir accès étaient restreintes. De plus, mes connaissances du marché ainsi que des méthodes d'évaluation restent sommaires par rapport à la complexité de ces domaines. Cela mène au fait que les calculs réalisés restent assez basiques et peuvent donc ne pas refléter une image exacte de la réalité.

Pour aller plus loin, il serait intéressant d'utiliser d'autres méthodes d'évaluation ainsi que d'approfondir l'analyse du marché. De plus, l'analyse des chiffres semestriels à paraître dans les jours à venir permettrait aussi d'affiner l'évaluation réalisée.

10. Bibliographie

- ABC Bourse. (2019). *L'analyse fondamentale, qu'est-ce que c'est ?* Retrieved from https://www.abcbourse.com/apprendre/8_analyse_fondamentale_qu_est_que_c_est.html
- Atria Group. (2019). *Atria Group - Company*. Retrieved from <https://www.atria.fi/en/group/company/>
- Bell Food Group. (2019). *Bell Food Group en un coup d'oeil*. Retrieved from <https://www.bellfoodgroup.com/fr/bell-food-group/bell-food-group-en-un-coup-dil/>
- Chaperon, I. (2018). 2018, année fertile pour les fusions-acquisitions dans le monde. *Le Monde*. Retrieved from https://www.lemonde.fr/economie/article/2018/12/25/2018-annee-fertile-pour-les-fusions-acquisitions-dans-le-monde_5402065_3234.html.
- Cranswick. (2019). *About Us*. Retrieved from <https://cranswick.plc.uk/about-us/our-business>
- D'Haese, H. (2014). *Feedback from analyst meeting*. Bruxelles: Bank Degroof. Retrieved from <https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Flash%20note%20du%2018%20mars%202014.pdf>
- Fenebris. (2019). *Implied Market-risk-premia (IMRP): Belgium* . Retrieved from <http://www.market-risk-premia.com/be.html>
- Fitch Solutions . (2019). *Europe Food & Drink Report - Q1 2019* . Londres : Fitch Solutions Group. Retrieved from <https://search-proquest.com.proxy.bib.ucl.ac.be:2443/docview/2166818784?accountid=12156>
- Fleury Michon. (2019). *Fleury Michon en un clin d'oeil*. Retrieved from <https://www.fleurymichon.fr/groupe/clin-oeil>
- Hoste, T. (2017). *The Giant Leap Forward*. Bruxelles: Degroof Petercam. Retrieved from <https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Ter%20Beke%20%28Buy%20from%20Hold%29%20The%20giant%20leap%20forward%20%28EUR%20166.75%20%20TP%20EUR%20195%29.pdf>
- Jagerson, J. (2019). *Free Cash Flow (FCF)*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>

- Kagan, J. (2019). *Revolving Credit*. Retrieved from Investopedia :
<https://www.investopedia.com/terms/r/revolvingcredit.asp>
- KBC Securities. (2019). *Investment Case*. Unpublished document, KBC Securities, Bruxelles.
- Kenton, W. (2018). *Capital Structure*. Retrieved from Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/c/capitalstructure.asp>
- Kenton, W. (2019). *Beta*. Retrieved from Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- Kenton, W. (2019). *Working capital*. Retrieved from Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/w/workingcapital.asp>
- LDC. (2019). *Nos activités*. Retrieved from <https://www.ldc.fr/nos-activites/>
- Mesure, G. D. (2019). *Advices for growth by Gert De Measure*. Unpublished document, BVBA Demes, Vilvoorde.
- Orior. (2019). *Orior - About*. Retrieved from <http://www.orior.ch/en/about/>
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Wilcox, S. E. (2015). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Sips, G. (2017). *Driven by the zeal for your everyday meal*. Bruxelles: KBC Securities.
 Retrieved from
https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/cn_Terb_0417_1.pdf
- Ter Beke. (2017). *Rapport annuel*. Lievegem: Ter Beke. Retrieved from
https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Rapport%20annuel%202017%20-%20FR_0.pdf
- Ter Beke. (2018). *Rapport annuel*. Lievegem: Ter Beke. Retrieved from
https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Jaarverslag_spread_FR_WEB_0.pdf
- Ter Beke. (2019). *Analyst meeting*. Lievegem: Ter Beke. Retrieved from
https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Analyst%20Meeting%2020190314%20v4_1.pdf
- Ter Beke. (2019, 1 mars). *Résultats consolidés 2018* [communiqué de presse]. Waarschot: Ter Beke. Retrieved from
<https://www.terbeke.be/sites/terbeke/files/publications/Communiqué%20de%20presse%20-%20résultats%20annuels%202018.pdf>

Ter Beke. (2019). *Nos marques*. Retrieved from <https://www.terbeke.be/fr/nos-marques>

Ter Beke. (2019). *Notre société*. Retrieved from <https://www.terbeke.be/fr/notre-soci-t>

Ter Beke. (2019). *Produits et services*. Retrieved from <https://www.terbeke.be/fr/produits-et-services>

Zone Bourse. (2019). *Atria OYJ (ATRAV)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/ATRIA-OYJ-1412433/?type_recherche=rapide&mots=Atria

Zone Bourse. (2019). *Bell Food Group AG (BELN)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/BELL-FOOD-GROUP-AG-27367386/?type_recherche=rapide&mots=bell%20food%20group

Zone Bourse. (2019). *Cranswick PLC (CWK)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/CRANSWICK-PLC-9590133/?type_recherche=rapide&mots=cranswick

Zone Bourse. (2019). *Fleury Michon (FLE)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/FLEURY-MICHON-5102/?type_recherche=rapide&mots=fleury%20michon

Zone Bourse. (2019). *LDC (LOUP)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/LDC-31531420/?type_recherche=rapide&mots=LDC

Zone Bourse. (2019). *Orior AG (ORON)*. Retrieved from https://www.zonebourse.com/ORIOR-AG-6149470/?type_recherche=rapide&mots=orior

11. Annexes

Annexe 1 : Compte de résultat

Compte de résultats											
*1000 EUR	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Ventes	399.730	396.319	418.563	497.386	680.460	723.092	750.381	769.796	784.384	797.709	
Croissance		-0,9%	5,6%	18,8%	36,8%	6,3%	3,8%	2,6%	1,9%	1,7%	
Marchandises, matières premières et produits auxiliaires	- 217.703	- 208.660	- 227.177	- 292.646	- 399.416	- 423.009	- 435.221	- 442.633	- 447.099	- 454.694	
Bénéfice brut	182.027	187.659	191.386	204.740	281.044	300.083	315.160	327.163	337.285	343.015	
Marge brute	46%	47%	46%	41%	41%	42%	42%	43%	43%	43%	
Services et biens divers	- 75.465	- 80.812	- 81.016	- 88.003	- 116.286	- 122.926	- 127.565	- 130.865	- 133.345	- 135.610	
Frais de personnel	- 76.001	- 74.110	- 73.577	- 87.079	- 119.640	- 130.156	- 135.069	- 138.563	- 141.189	- 143.588	
Autres produits et charges d'exploitation	857	1.536	942	2.062	1.082	1.591	1.651	1.694	1.726	1.755	
Résultat de l'acquisition progressive	-	-	-	6.689	-	-	-	-	-	-	
EBITDA	31.418	34.273	37.735	38.409	44.036	48.592	54.178	59.428	64.476	65.572	
EBITDA margin	8%	9%	9%	8%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	
Amortissements, réductions de valeur et provisions	- 17.574	- 18.444	- 19.545	- 16.391	- 27.818	- 30.247	- 31.388	- 32.201	- 32.811	- 33.368	
Résultat d'exploitation (EBIT)	13.844	15.829	18.190	22.018	16.218	18.345	22.789	27.228	31.666	32.203	
EBIT margin	3%	4%	4%	4%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	
Charge financière nette	- 1.402	- 1.201	- 429	- 1.444	- 3.390	- 3.259	- 3.139	- 2.900	- 2.686	- 2.453	
Résultat d'exploitation après frais financiers nets (EBT)	12.442	14.628	17.761	20.574	12.828	15.086	19.650	24.327	28.980	29.751	
Impôts	- 3.637	- 3.817	- 5.258	- 4.006	- 5.587	- 4.224	- 5.502	- 6.812	- 8.114	- 8.330	
Résultat après impôts avant résultat des sociétés mises en équivalence	8.805	10.811	12.503	16.568	7.241	10.862	14.148	17.516	20.866	21.421	
Résultat des sociétés mises en équivalence	- 673	- 513	59	571	-	-	-	-	-	-	
Bénéfice de l'exercice (EAT)	8.132	10.298	12.562	17.139	7.241	10.862	14.148	17.516	20.866	21.421	
Croissance		27%	22%	36%	-58%	50%	30%	24%	19%	3%	
Bénéfice par action	4,69	5,90	7,25	9,87	4,15	6,27	8,17	10,11	12,04	12,36	

Annexe 2 : Bilan

Bilan											
*1000 EUR	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
ACTIF											
Actifs immobilisés	140.926	149.201	144.337	242.573	243.591	239.231	234.706	230.064	225.334	220.524	
Goodwill	35.204	35.204	35.204	76.523	76.456	76.456	76.456	76.456	76.456	76.456	
Immobilisation incorporelles	3.415	5.410	5.323	30.163	28.651	28.579	28.504	28.427	28.348	28.268	
Immobilisations corporelles	88.021	85.005	79.536	132.807	133.382	129.094	124.644	120.079	115.428	110.698	
Actifs financiers	14.286	23.582	24.274	3.080	5.102	5.102	5.102	5.102	5.102	5.102	
Actifs circulants	91.799	92.327	105.314	157.163	181.387	189.080	196.633	203.307	215.430	225.530	
Stocks	20.297	20.421	22.256	34.788	36.304	38.324	42.021	43.109	47.063	47.863	
Créances commerciales et autres	60.777	64.860	66.990	115.862	121.908	128.710	133.568	137.024	139.620	141.992	
Liquidités et équivalents de caisse	10.725	7.046	16.068	6.513	23.175	22.046	21.044	23.175	28.747	35.675	
TOTAL DE L'ACTIF	232.725	241.528	249.651	399.736	424.978	428.311	431.339	433.371	440.765	446.054	
PASSIF											
Fonds propres	102.815	108.843	114.969	125.308	125.028	127.681	130.300	138.571	152.373	167.067	
Capital et primes d'émission	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	53.191	
Réserves	49.624	55.652	61.778	70.506	70.184	72.837	75.456	83.727	97.529	112.223	
Participations minoritaires	-	-	-	1.611	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	
Passif d'impôts différé	6.670	5.852	4.335	10.290	9.340	9.340	9.340	9.340	9.340	9.340	
Dettes à long terme	38.547	43.455	38.112	52.164	139.683	133.348	127.432	121.825	116.512	111.478	
Provisions	2.288	3.062	5.312	5.289	5.835	6.002	6.263	6.525	6.786	7.048	
Emprunts à LT	36.259	40.393	32.800	43.306	130.042	123.540	117.363	111.495	105.920	100.624	
Autres obligations à LT	-	-	-	3.569	3.806	3.806	3.806	3.806	3.806	3.806	
Dettes à court terme	84.693	83.378	92.235	211.974	150.927	157.943	164.266	163.635	162.794	158.650	
Emprunts à CT	14.032	10.965	10.815	90.132	15.812	16.940	17.942	13.525	9.839	5.097	
Dettes commerciales et autres	70.661	72.413	81.420	121.842	135.115	141.003	146.324	150.110	152.955	153.553	
TOTAL DU PASSIF	232.725	241.528	249.651	399.736	424.978	428.311	431.339	433.371	441.019	446.534	

Annexe 3 : Prévisions du chiffre d'affaire

Prévisions du chiffre d'affaire											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Chiffre d'affaire total	399.730	396.319	418.563	497.386	680.460	723.092	750.381	769.796	784.384	797.709	
Charcuterie	280.410	281.716	295.844	310.614	420.146	443.254	456.552	465.683	472.668	479.758	
Croissance		0,5%	5,0%	5,0%	35,3%	5,5%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%	
% du chiffre d'affaire	70,1%	71,1%	70,7%	62,4%	61,7%	61,3%	60,8%	60,5%	60,3%	60,1%	
Plats préparés	119.320	114.603	122.719	186.772	260.314	279.838	293.829	304.113	311.716	317.951	
Croissance		-4,0%	7,1%	52,2%	39,4%	7,5%	5,0%	3,5%	2,5%	2,0%	
% du chiffre d'affaire	29,9%	28,9%	29,3%	37,6%	38,3%	38,7%	39,2%	39,5%	39,7%	39,9%	

Annexe 4 : Fonds de roulement

Fonds de roulement											
*1000 EUR	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Chiffre d'affaires	399.730	396.319	418.563	497.386	680.460	723.092	750.381	769.796	784.384	797.709	
Stocks	20.297	20.421	22.256	34.788	36.304	38.324	42.021	43.109	47.063	47.863	
Créances commerciales et autres	60.777	64.860	66.990	115.862	121.908	128.710	133.568	137.024	139.620	141.992	
Dettes commerciales et autres	70.661	72.413	81.420	121.842	135.115	141.003	146.324	150.110	152.955	155.553	
Fonds de roulement	10.413	12.868	7.826	28.808	23.097	26.031	29.265	30.022	33.729	34.301	
Stocks en tant que % du CA	5,1%	5,2%	5,3%	7,0%	5,3%	5,3%	5,6%	5,6%	6,0%	6,0%	
Créances en tant que % du CA	15,2%	16,4%	16,0%	23,3%	17,9%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
Dettes en tant que % du CA	17,7%	18,3%	19,5%	24,5%	19,9%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	
Working capital en tant que % du CA	2,6%	3,2%	1,9%	5,8%	3,4%	3,6%	3,9%	3,9%	4,3%	4,3%	

Annexe 5 : Free Cash-Flows

Free Cash-Flows											
*1000 EUR	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
EBIT	13.844	15.829	18.190	22.018	16.218	18.345	22.789	27.228	31.666	32.203	
- Taxes	- 3.637	- 3.817	- 5.258	- 4.006	- 5.587	- 4.224	- 5.502	- 6.812	- 8.114	- 8.330	
= EBIAT	17.481	19.646	23.448	26.024	21.805	22.569	28.291	34.039	39.780	40.534	
Amortissements, réductions de valeur et provisions	17.574	18.444	19.545	16.391	27.818	30.247	31.388	32.201	32.811	33.368	
Dépenses d'investissements	13.015	16.900	14.800	13.500	28.000	30.370	37.519	33.101	34.121	47.863	
Fonds de roulement	10.413	12.868	7.826	28.808	23.097	26.031	29.265	30.022	33.729	34.301	
Changement du fond de roulement		2.455	- 5.042	20.982	- 5.711	2.934	3.234	757	3.706	573	
Free Cash-flows		18.735	33.235	7.933	27.334	19.512	18.927	32.381	34.764	25.466	

Annexe 6 : Calcul du WACC

WACC

WACC	5,77%
-------------	--------------

Valeur de marché du capital	209.647.141
Prix de l'action (31/12/2018)	121
Nombre d'actions	1.732.621

Dettes nettes	126.485.000
Emprunts à CT	15.812
Emprunts à LT	130.042
Autres obligations à LT	3.806
Trésorerie	23.175

Capital + Dette	336.132.141
------------------------	--------------------

Taux d'imposition	28%
--------------------------	------------

Coût du capital	8,08%
Taux sans risque	0,25%
Beta	1
Risque du marché	7,83%

Coût de la dette	2,70%
-------------------------	--------------

*1000 EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Dettes LT + CT	50.291	51.358	43.615	133.438	145.854
Charge financière	- 1.633	- 1.677	- 1.270	- 1.738	- 3.748
Coût de la dette	-3,2%	-3,3%	-2,9%	-1,3%	-2,6%

Annexe 7 : Valeur terminale

Valeur Terminale

*1000 EUR

FCF2023	25.466
Taux de croissance infini	0,00%
WACC	5,77%
Valeur terminale	441.278

Annexe 8 : Valeur actualisée de l'entreprise

Valeur actualisée de l'entreprise

*1000 EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Valeur terminale
n	1	2	3	4	5	5
FCF	19.512	18.927	32.381	34.764	25.466	441.278
$(1+WACC)^n$	1,06	1,12	1,18	1,25	1,32	1,3238
DCF _n	18.447	16.918	27.365	27.775	19.237	333.333

Valeur actualisée	443.075
-------------------	---------

Annexe 9 : Valeur de l'action

Valeur de l'action

Valeur actualisée	443.075.117
Dettes nettes 2018 -	126.485.000
	316.590.117
Nombre d'actions	1.732.621
Share value	184

Annexe 10 : Comparables

Comparables

	Ter Beke	Fleury Michon	LDC	Atria	Orior AG	Bell Food Group	Cranswick
Chiffre d'affaire	680.460.000	725.270.000	4.124.000.000	1.438.500.000	577.000.000	4.059.000.000	1.437.000.000
EBITDA	44.036.000	62.822.000	318.000.000	73.600.000	59.300.000	305.000.000	121.000.000
EBIT	16.218.000	33.382.000	190.000.000	28.200.000	35.600.000	141.000.000	92.300.000
Bénéfice de 'exercice	7.241.000	14.393.000	149.000.000	16.400.000	31.800.000	89.300.000	69.600.000
Dette nette	126.485.000	93.000.000	81.043.000	223.000.000	144.000.000	660.000.000	22.800.000
Nombre d'actions	1.732.621	4.387.757	17.134.471	19.063.747	6.517.000	5.300.000	51.680.000
Prix de l'action	121,00	38,60	109,50	6,58	79,70	305,00	27,22
Résultat par action	4,18	3,28	8,70	0,86	4,88	16,85	1,35
Capitalisation boursière	209.647.141,00	169.367.420,20	1.876.224.574,50	125.439.455,26	519.404.900,00	1.616.500.000,00	1.406.729.600,00
Valeur d'entreprise	336.132.141,00	262.367.420,20	1.957.267.574,50	348.439.455,26	663.404.900,00	2.276.500.000,00	1.429.529.600,00
							Moyenne
VE/EBITDA	7,63	4,18	6,15	4,73	11,19	7,46	11,81
VE/EBIT	20,73	7,86	10,30	12,36	18,63	16,15	15,49
Prix de l'action/Résultat par action	28,95	11,77	12,59	7,65	16,33	18,10	20,21

VE/EBITDA	
EBITDA TerBeke	44.036.000,00
VE/EBITDA moyenne	7,59
Prix de l'action	120

