

Tessengerlo

PEPITES PEA

Bourse de Bruxelles - Ticker : TESB / ISIN : **BE0003555639**



- Vers une sortie de la cote ? -

Date d'achat : 23.11.2021

Cours d'achat : 33,55 EUR

Nombre de titres achetés : 15

Objectif de cours : 53,00 EUR (potentiel de +58%)

Présentation

Tessengerlo est un groupe industriel belge dont les origines remontent à 1919. Issue du secteur de la chimie, l'entreprise s'est transformée ces dernières années en un mini conglomérat opérant dans les secteurs de l'agrochimie, de la valorisation des déchets, de l'énergie et du traitement de l'eau.

Le groupe compte plus de 4 700 collaborateurs et une cinquantaine de sites de production dans le monde. Il a réalisé un chiffre d'affaires de 1,7 milliards d'euros en 2020, majoritairement en Europe (59%) et aux États-Unis (29%).

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Cotée sur Euronext Bruxelles, la société fait partie de l'indice **Next 150** (cet indice regroupe les 150 valeurs qui suivent celles de l'indice **Euronext 100**) et dispose d'une très bonne liquidité (plus d'un million d'euros d'échanges journaliers en moyenne en 2021 pour une capitalisation de près d'1,4 milliards d'euros). Une fois n'est pas coutume, ce n'est donc pas une "petite valeur" que nous vous présentons.

Tessengerlo est contrôlé par l'actuel PDG, Luc Tack. Il n'est pas inconnu de votre équipe car nous avons analysé il y a quelques années le holding coté [Picanol](#), actionnaire majoritaire de Messengerlo. Luc Tack semble croire dur comme fer dans son groupe. Il a déboursé pas moins de 262 M EUR pour racheter 20% du capital au cours des 6 dernières années. Ce titre aurait donc pleinement sa place dans la catégorie 'achats d'initiés'.

Au-delà de cette touche spéculative, **le groupe a attiré notre attention pour l'amélioration continue de ses résultats depuis la fin de sa restructuration en 2014 et sa création de valeur de l'ordre de 20% par an au cours des 8 dernières années.**

Cette analyse a été préparée à partir des rapports annuels 2014 à 2020 et du rapport semestriel 2021.

Un groupe diversifié

Le groupe s'organise en 4 pôles :

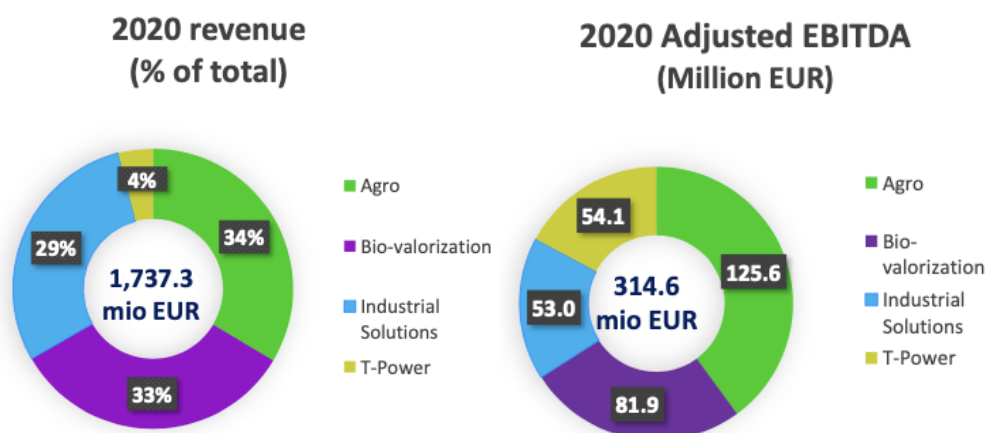
- Le pôle « **Agro** » (34% du chiffre d'affaires et **125,6 M EUR** d'EBITDA ajusté en 2020) fabrique et commercialise des produits agrochimiques (engrais, produits de protection des cultures, ...). Il compte 15 sites de production, dont 12 aux États-Unis, 1 en France, 1 en Belgique et 1 en Turquie. Il regroupe les marques Crop Vitality, NovaSource et Messengerlo Kerley.
- Le pôle « **Bio-valorization** » (33% du chiffre d'affaires et **81,9 M EUR** d'EBITDA ajusté en 2020) valorise les sous-produits animaux (graisses et protéines animales, gélatines, ...). Il compte 19 sites de production. Le gros de l'activité se fait en France au travers de la société **Akiolis** (12 sites de production et 48 sites de collectes). Les produits du pôle **Bio** s'adressent aux secteurs de l'agroalimentaire, de la santé/beauté, de l'alimentation pour animaux, de l'énergie, des biocarburants, ...
- Le pôle « **Industrial Solutions** » (29% du chiffre d'affaires et **53,0 M EUR** d'EBITDA ajusté en 2020) produit et commercialise des systèmes de canalisation et des produits chimiques

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

destinés aux secteurs du transport et du traitement de l'eau, de la construction, de l'industrie minière, ...

- Enfin, le pôle « **T-Power** » (4% du chiffre d'affaires et **54,1 M EUR** d'EBITDA) exploite une centrale thermique à gaz située dans la ville de Tessenderlo en Belgique. Fondé en 2005, T-Power a été rachetée à 100% par le groupe en 2018.



Chiffres d'affaires (% du total) et EBITDA ajusté (en millions EUR) par activités en 2020

source : [présentation des résultats annuels 2020](#)

La diversification du groupe se veut aussi géographique. Les États-Unis sont le premier marché (29,0% du chiffre d'affaires 2020), suivis par la France (17,4%), les Pays-Bas (10,4%) et la Belgique (9,8%).

Chiffre d'affaires 2020	millions EUR	% du total
Etats-Unis	504	29,0%
France	302	17,4%
Reste du monde	196	11,3%
Pays-Bas	180	10,4%
Belgique	169	9,8%
Europe (autres)	121	7,0%
Royaume-Uni	76	4,4%
Espagne	69	3,9%
Allemagne	49	2,8%
Mexique	33	1,9%
Pologne	25	1,4%
Chine	14	0,8%
Total	1 737	100,0%

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

Chiffre d'affaires par pays en 2020

Une transformation réussie

Tessengerlo a réalisé un bel exercice 2020 en dépit du contexte sanitaire. Le chiffre d'affaires a été quasi stable à 1,7 milliards d'euros, mais la marge brute et la marge opérationnelle sont ressorties à des niveaux solides (28% et 10% respectivement). Il n'en a pas toujours été ainsi. Le groupe a traversé une période difficile entre 2009 et 2013 voyant ses résultats plonger dans le rouge à plusieurs reprises.

Après avoir réalisé une perte de 167 M EUR en 2009, Tessengerlo s'est engagé dans un plan de désinvestissements et de redéploiement de ses ressources qui a duré 4 ans. Le groupe a également procédé à une augmentation de capital de 175 M EUR fin 2014.

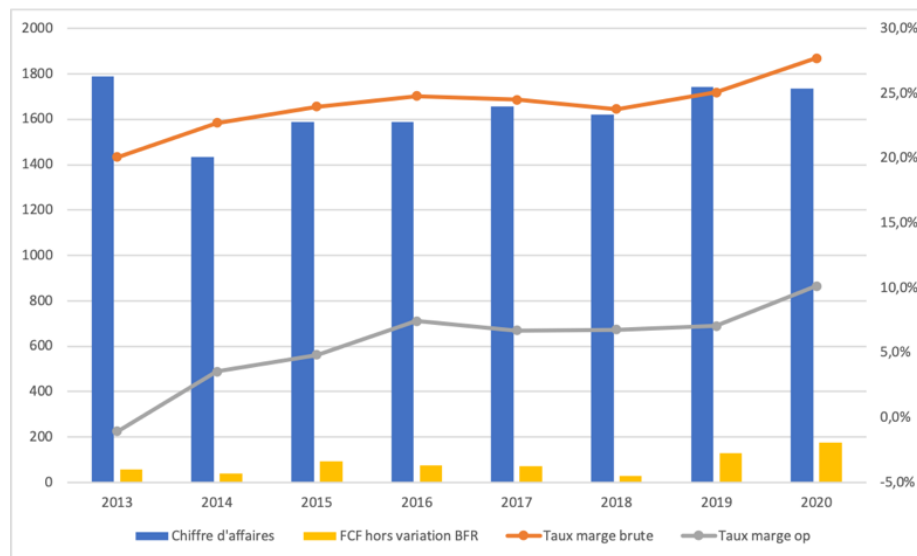
Cette restructuration a porté ses fruits. Depuis 2015, la tendance des résultats s'est franchement améliorée :

- Entre 2014 et 2020, le **chiffre d'affaires** a progressé de **21%** (croissance annualisée de **3,2%**) ;
- La **marge brute** a progressé de **7,6 points** sur cette même période pour atteindre les **27,7%** en 2020 ;
- La **marge opérationnelle**, négative en 2013, a atteint son plus haut niveau en 2020 à **10,1%**. Le 1^{er} semestre 2021 est également de bonne facture à **11,9%**.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bénéfice par action (en €)	-2,01	1,27	1,97	2,29	0,59	2,13	2,23	2,30
Chiffre d'affaires par action (en €)	56,34	33,83	37,04	36,92	38,42	37,57	40,39	40,38
Free cash-flow par action (en €)	1,86	0,97	2,14	1,76	1,68	0,70	2,99	4,10
Dividende par action (en €)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rapport flux de trésorerie disponible / dividende	na	na	na	na	na	na	na	na
Marge opérationnelle	-1,0%	3,6%	4,9%	7,4%	6,7%	6,8%	7,1%	10,1%
Retour sur fonds propres	-27,0%	12,4%	16,4%	16,3%	4,0%	12,5%	11,7%	11,0%

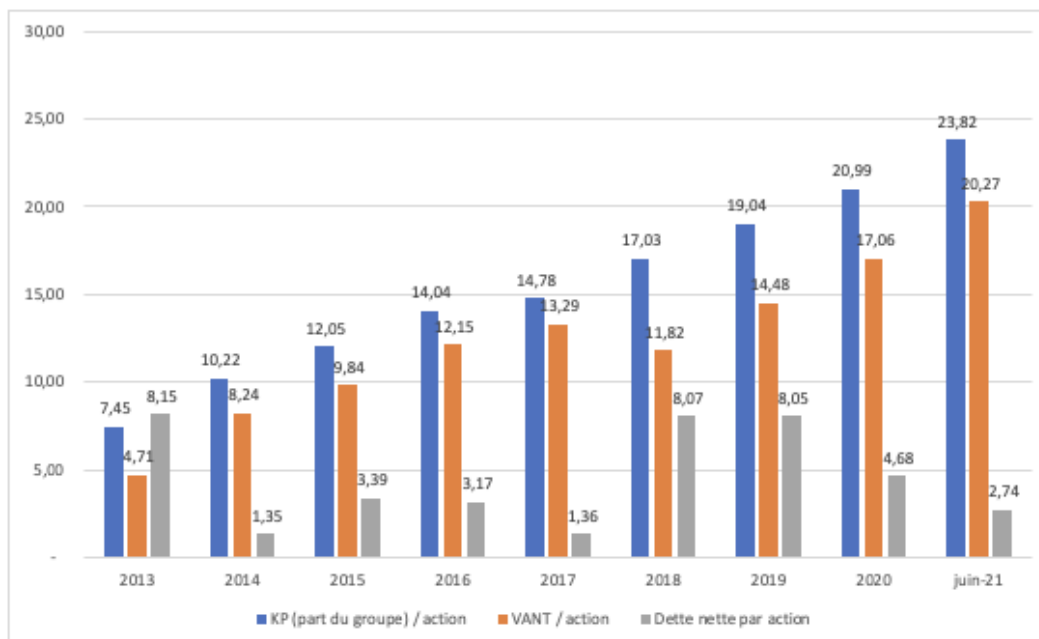
Le flux de trésorerie disponible (hors variation du besoin en fonds de roulement) a par ailleurs toujours été positif sur les 8 derniers exercices et a atteint un niveau record de **4,10 EUR** par action en 2020.

LES DAUBASSES



Chiffre d'affaires, free cash-flow, marge brute et marge opérationnelle de 2013 à 2020

Cette amélioration des résultats s'est traduite par une création de valeur appréciable pour les actionnaires. Aucun dividende n'a été versé au cours des 8 dernières années, mais les fonds propres et la VANT (Valeur d'Actif Net Tangible) ont en revanche pris de jolies couleurs :



Fonds propres, VANT et dette nette par action de 2013 à 2020

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action.com)

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

Le niveau de la dette a par ailleurs été contenu (l'endettement net a même atteint un niveau historiquement bas au 30 juin 2021 à **118 M EUR**, soit **2,74 EUR** par action).

Entre 2013 et le 30 juin 2021, les fonds propres par action sont passés de **7,45 EUR** à **23,82 EUR**. C'est une progression de **220%** sur 7 ans et 6 mois, soit une croissance annualisée de **+18%**.

De son côté, la VANT a progressé à un rythme annualisé de 21% en passant de **4,71 EUR** en 2013 à **20,27 EUR** au 30 juin 2021. Une belle performance ! Elle n'a baissé qu'à une seule reprise, en 2018, en raison du rachat des 80% des parts de **T-Power nv** que Tessenderlo ne possédait pas. La transaction s'est faite pour un montant de 131 M EUR et a permis à Tessenderlo de porter sa participation à 100%.



Centrale à gaz T-Power (Tessenderlo, Belgique)

Ce rachat a donné lieu à la reconnaissance d'un actif incorporel (accord de distribution conclu avec le distributeur d'électricité RWE) pour un montant de 164 M EUR ce qui explique que la VANT ait été impactée négativement. Ce montant a été calculé en fonction des flux de trésorerie disponibles futurs attendus jusqu'à la fin du contrat (celui-ci a été conclu en 2011 pour une durée de 15 ans et arrivera donc à échéance en 2026).

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

L'intégration de **T-Power** a contribué à l'amélioration des marges du groupe, car cette activité est de loin la plus rentable avec une marge d'EBITDA de 78% et une marge opérationnelle de 24% en 2020.

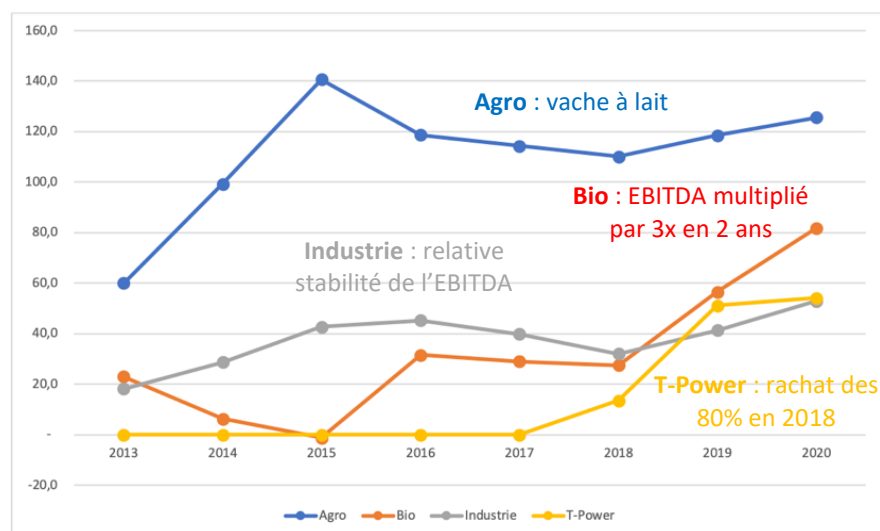
2020	Agro	Bio	Industrie	T-Power	Total
Chiffre d'affaires	582,9	575,7	509,1	69,5	1 737,2
EBITDA ajusté	125,6	81,9	53,0	54,1	314,6
marge EBITDA	21,5%	14,2%	10,4%	77,8%	18,1%
EBIT ajusté	95,8	47,1	24,5	16,6	184,0
marge EBIT	16,4%	8,2%	4,8%	23,9%	10,6%

Chiffre d'affaires, EBITDA ajusté et EBIT ajusté par segment en 2020

L'activité **Agro** est la deuxième activité la plus profitable avec une marge d'EBITDA de 21,5% et une marge opérationnelle de 16,4%. C'est aussi la principale contributrice en matière d'EBITDA (40%).

L'activité **Bio** affiche des niveaux de marges plus modestes, mais l'EBITDA a connu une forte progression au cours des deux derniers exercices passant de **27,5 M EUR** en 2018 (marge de 5,5%) à **81,9 M EUR** en 2020 (marge de 14,2%), portée par une demande croissante des industriels pour des ingrédients d'origine naturelle.

Les niveaux de marge de l'activité **Industrie** ressortent un niveau en dessous mais sont tout de même corrects pour le secteur à 7,9% en moyenne sur les 8 dernières années et 10,4% en 2020. Le pôle a toujours été rentable avec un chiffre d'affaires orienté à la hausse sur 8 ans.



EBITDA par pôles (Agro, Bio, Industrie, T-Power) de 2013 à 2020

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action.com)

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

Skin in the game

Nous vous le disions en introduction, Luc Tack, le président et principal actionnaire du groupe s'est fortement renforcé au capital ces dernières années. Le magnat belge - manager de l'année 2014 en Belgique¹ - dont la fortune est estimée à 1,3 milliards d'euros a acheté 8,6 millions d'actions (20% du capital) entre juillet 2016 et octobre 2021.

Il a ainsi déboursé la coquette somme de 262 M EUR pour un prix de revient moyen de **30,30 EUR** par action.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total
Nombre d'actions	1 688 646	222 894	1 081 459	2 103 643	1 896 494	1 649 777	8 642 913
Montant (M EUR)	49,4	7,9	35,0	62,9	50,1	56,5	261,9
Prix moyen (EUR)	29,24	35,38	32,39	29,90	26,44	34,27	30,30

Achats d'actions de Luc Tack de 2016 à 2021

source : [insiderscreener](https://www.insiderscreener.com/)

Au 4 novembre, les droits de vote de Tessenderlo étaient répartis de la manière suivante :

Shareholder	Number of voting rights	%
Verbrugge nv (controlled by Picanol)	38,533,061	61.03%
Symphony Mills nv	4,346,200	6.88%
Norges Bank	1,287,899	2.04%
Carmignac Gestion sa	903,687	1.43%
Dimensional Fund Advisors L.P.	891,022	1.41%
Other	17,172,056	27.20%
Total	63,133,925	100.00%

Droits de vote au 4 novembre

Source : [relations investisseurs](https://www.relationsinvestisseurs.com/)

La société **Verbrugge nv** est contrôlée par **Picanol** (holding également coté sur le marché belge), elle-même contrôlée par **Artela nv**. **Artela nv** et **Symphony Mills** sont contrôlées par Luc Tack.

Est-ce que les achats significatifs de Luc Tack ces dernières années sont le signe d'un retrait de la cote à venir ? Les paris sont ouverts...

¹ <https://www.lecho.be/dossier/portraits/luc-tack-l-industriel-discret-regroupe-ses-forces/9711326.html>

Valorisation

1. Valeur d'entreprise / EBITDA ajusté

Sur les 8 dernières années, le ratio VE/EBITDA ajusté moyen était de **7,4x (4,7x actuellement)**. La société a fait part dans [un communiqué du 23 novembre](#) d'une prévision d'EBITDA ajusté en hausse de 10% pour l'exercice 2021 (soit 315 + 10% = 347 M EUR). Avec une dette nette de **118 M EUR** au 30 juin 2021 et sur la base de cette prévision d'EBITDA, nous calculons un objectif de **56,40 EUR** sur ce ratio historique.

Le potentiel sur cet objectif est de +68%.

Détail du calcul :

Objectif VE/EBITDA = $((7,4 \times 347) - 118) / 43,0$ (nb de titres²) = **56,40 EUR par action**

² Nombre de titres = 43 022 979 (auto contrôle de 132 000 titres déduit)

2. VANT historique

Le ratio VANT (cours / VANT) s'est élevé en moyenne à **2,6x** sur les 8 derniers exercices (**1,6x** actuellement). Sur la base de ce ratio moyen historique et avec une VANT de **20,27 EUR** au 30 juin 2021, nous calculons un objectif de cours de **52,70 EUR**.

Le potentiel sur cet objectif est de +57%.

Détail du calcul :

Objectif VANT historique = $(2,6 \times 20,27) / 43,0$ (nb de titres²) = **52,70 EUR par action**

² Nombre de titres = 43 022 979 (auto contrôle de 132 000 titres déduit)

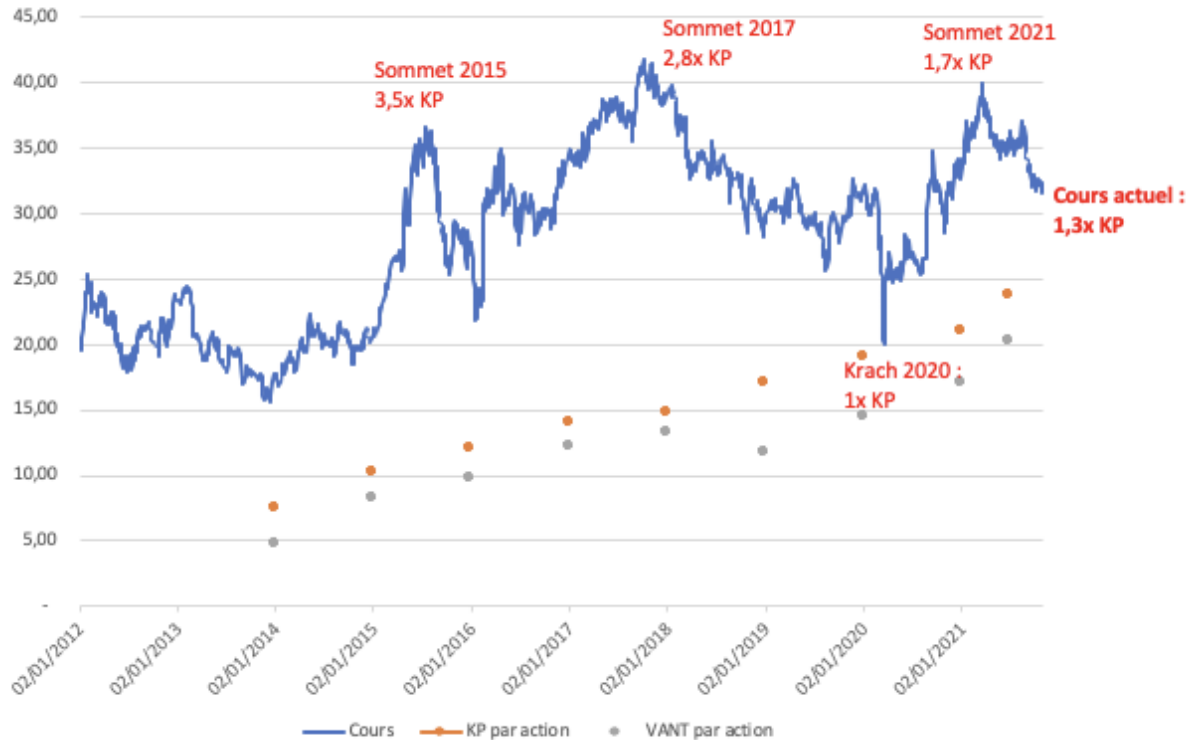
3. Fonds propres historique

Le ratio cours / fonds propres par action s'est élevé en moyenne à **2,1x** sur les 8 derniers exercices (**1,3x** actuellement). Sur la base de ce ratio moyen historique et avec des fonds propres par action de **23,80 EUR** au 30 juin 2021, nous calculons un objectif de cours de **50,00 EUR**. Le potentiel sur cet objectif est de +49%.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du cours (courbe bleu) par rapport aux fonds propres (points oranges) et à la VANT (points gris).



Notons que l'écart entre le VANT et les fonds propres est constitué principalement de la valeur de l'accord de distribution de T-Power avec RWE qui sera générateur de flux de trésorerie futurs assez prévisibles. Pas de goodwill ici (ou très peu) !

**Notre objectif de cours est la moyenne de ces 3 valorisations.
Il s'élève à 53,00 EUR (potentiel de +58%).**

Conclusion

Le profil de Tessengerlo n'est pas sans nous rappeler celui de [SFPI](#) (une ex-Pépité PEA avec laquelle nous avons réalisé une performance de [+121% an 10 mois](#)) : un groupe sans réelle complémentarité de ses activités, contrôlé par son dirigeant et exerçant des métiers industriels

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

pas sexy pour un sous. Aussi, comme SFPI, Tessengerlo a procédé à une restructuration importante de ses activités au cours des dernières années.

Les raisons qui conduisent M. Marché à bouder le titre pourraient donc être assez similaires :

- Des métiers hétérogènes qui en font un groupe difficile à valoriser, conduisant à une forme de décote de holding
- Des activités industrielles qui ne font pas rêver
- Une communication à minima : Luc Tack ne cherche pas à vendre du rêve au marché
- La traversée de périodes difficiles et une *recovery* qui n'a pas encore été complètement intégrée
- Un capital verrouillé, couronné par une certaine complexité de l'organigramme juridique avec des sociétés holdings en cascade

On peut ajouter à cela l'absence de paiement de dividende depuis 2013 et on a déjà là quelques bonnes raisons de se tenir à l'écart du titre.

Le groupe a par ailleurs connu une déconvenue mi-octobre, puisqu'il s'est vu refuser l'autorisation de construire une deuxième centrale à gaz dans la ville de Tessengerlo. Il a néanmoins indiqué revoir sa copie et soumettre une nouvelle demande dans [un communiqué du 3 novembre](#).

En attendant d'en savoir plus à ce sujet, on peut s'attendre à un exercice 2021 d'un bon cru. Tous les voyants étaient au vert au 1^{er} semestre (chiffre d'affaires +9,2%, EBITDA +1,5%, EBIT +2,7%), et comme nous l'avons vu le groupe s'attend à un EBITDA ajusté en hausse de 10% pour l'ensemble de l'exercice.

On surveillera également les opérations de Luc Tack : va-t-il continuer à acheter des actions sur le marché à un rythme effréné ?

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

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

daubasses.com

© Tous droits réservés

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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