

## **Jensen-group**

**ÉLIGIBLE PEA**

Bourse de Bruxelles - Ticker : JEN / ISIN : **BE0003858751**



**- Blanchissez votre argent en bourse... légalement ! -**

Date de l'analyse : 09.04.2021

Cours d'achat : 27,60 EUR

Nombre de titres achetés : 20

Objectif de cours : 36,59 EUR (potentiel de +32%)

### **Présentation**

Jensen est un des leaders mondiaux de l'industrie de la blanchisserie. Le groupe développe, fabrique, installe et entretient divers équipements, de la machine simple jusqu'aux solutions complètes clé en main. La gamme de produit inclut des machines à laver professionnelles, des convoyeurs, des repasseuses...

L'activité s'organise en 6 régions commerciales avec une présence en direct dans 23 pays et un réseau de distribution dans plus de 50 pays. Les sites de production sont au nombre de 6 et sont

---

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

implantés sur 3 continents : 2 en Allemagne, 1 aux États-Unis, 1 en Chine, 1 au Danemark et 1 en Suède.

Bien qu'ayant des origines danoises, le siège de la société se trouve en Belgique. Le groupe emploie plus de 1 600 personnes à travers le monde. Il est contrôlé par la famille Jensen qui détient 54,4% du capital.

*Cette analyse a été préparée à partir du [rapport annuel 2020](#) et de certains rapports annuels antérieurs. Le nombre d'actions retenu dans nos calculs est de 7 818 999. La société ne possède pas d'actions propres et n'a pas de programme de rachat d'actions en cours.*

## Un business mis à mal par la crise sanitaire

L'activité de la société est en partie liée au secteur du tourisme. Les hôtels, restaurants ou autres bateaux de croisière ont bien sûr des besoins d'équipement en matériel de buanderie. Sans surprise, la crise sanitaire a donc pesé sur les résultats 2020 du groupe et sur le cours de bourse qui affiche à ce jour une baisse d'environ 20% par rapport à son niveau « pré-covid ».

Le groupe a perdu environ un trimestre de chiffre d'affaires en 2020. L'EBIT a quant à lui reculé de 44,4% à 12,8 M EUR et l'EBITDA de 36,6% à 19,8 M EUR. La marge opérationnelle courante recule de 1,7 points à 5,2% et le ROE est en chute libre à 5,6% contre 11,9%. Tout ça n'est pas brillant évidemment, mais Jensen n'est pas sorti complètement rincé de cette mauvaise passe !

Au 31 décembre 2020, la situation de trésorerie nette est positive (+28,3 M EUR contre une dette nette de 4,4 M EUR un an plus tôt) et notre ratio de solvabilité maison est à un niveau tout à fait satisfaisant de 66% contre 57% au 31 décembre 2019. C'est bien mais on ne s'emballe pas non plus. L'amélioration du bilan tient essentiellement à une baisse du BFR de 18,1 M EUR, conséquence de la baisse d'activité. C'est la baisse du poste client (-22,1 M EUR) qui explique principalement la hausse de la trésorerie.

## Une croissance à l'arrêt ?

Jensen a connu une croissance soutenue de son activité entre 2013 et 2018 grâce à un fort développement à l'international, notamment en Asie. Le groupe a ainsi réduit sa dépendance vis-à-vis du marché européen (il représente tout de même encore +/-60% de l'activité).

Sur la période, le chiffre d'affaires est passé de 221 M EUR à 344 M EUR (+55%, soit une croissance

---

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

annualisée de +9,2%). En 2019, la croissance a marqué le pas. Le chiffre d'affaires a baissé de 3,4% et la marge opérationnelle courante a reculé de 0,9 point à 6,9%. La baisse des résultats est notamment liée à l'ouragan Michael survenu au mois d'octobre 2018 qui a causé des dégâts importants sur l'usine américaine du groupe.

Le chiffre d'affaires de la zone Amérique a ainsi reculé de 10% en 2019. Les autres zones géographiques ont également vu leur activité reculer mais dans des proportions plus limitées : - 1,1% pour l'Europe et -1,7% pour la zone Asie-Pacifique.

	Europe + CIS		America		Middle East, Far East and Australia		TOTAL	
(in thousands of euro)	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Revenue from external customers	193,802	195,986	77,552	85,908	60,824	61,888	<b>332,178</b>	<b>343,782</b>

**Chiffre d'affaires 2018-2019 par zone géographiques (Europe, Amérique, Moyen-Orient/Asie/Pacifique)**  
– source : rapport annuel 2019

En dehors de cet événement exogène et totalement imprévisible, la situation ne nous paraît pas alarmante. Néanmoins, il ne faut sans doute pas s'attendre à des niveaux de croissance similaires à la période faste 2013-2018 pour les années à venir.

## De la valeur tangible et un bilan sans fioritures

La croissance des dernières années s'est accompagnée d'une belle création de valeur pour les actionnaires. La VANT (= Valeur d'Actif Net Tangible) par action est passée de 11,91 EUR en 2016 à 16,34 EUR au 31 décembre 2020, soit une croissance annualisée de +8,2%. Dans le même temps la société a versé à ses actionnaires des dividendes pour un montant total de 3,25 EUR par action. La création de valeur tangible (hausse de la VANT + dividendes) se monte donc à +7,68 EUR sur la période 2016-2020, soit une hausse annualisée de +13,2%. Un niveau appréciable !

On voit par ailleurs que le bilan de Jensen est sans fioritures. Sur un actif total de 278,3 M EUR au 31 décembre 2020, les actifs incorporels ne représentent que 6,9 M EUR, soit 2,3% du bilan. La croissance passée ne s'est donc pas faite à coup d'acquisitions chèrement payées (qui se matérialiseraient par des "survaleurs", encore nommées "écarts d'acquisition" ou *goodwill* en anglais correspondant à la différence entre le prix payé et la valeur des capitaux propres). C'est

---

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

un bon point, le management semble prudent sur les acquisitions.

Nous notons aussi que la société comptabilise ses dépenses de développement directement en charges (elles se sont élevées à 5,5 M EUR en 2020 et à 7,6 M EUR en 2019). Comme pour le *goodwill*, on évite ainsi les mauvaises surprises dans le futur. Quand les frais de développement sont immobilisés au bilan, il existe en effet un risque que ces actifs incorporels soient dépréciés (avec un impact sur les fonds propres et sur les résultats) si les projets n'aboutissent pas aux résultats escomptés. L'impact cash est nul mais l'impact sur le compte de résultats peut déplaire aux investisseurs, et donc au cours de bourse. On est donc tranquilles sur ces deux aspects (r&d et dépréciation d'intangibles).

Comme dans beaucoup de sociétés familiales, la gestion des affaires de Jensen se veut donc raisonnée et conservatrice.

Avec une situation de trésorerie nette positive, un ratio de solvabilité de 66% et un ratio courant (actifs courants/passifs courants) supérieur à 3 à fin décembre 2020, nous n'avons pas grand-chose à redire au niveau du bilan.

## Valorisation

### Valeur d'entreprise / EBITDA

Notre valorisation de la société repose sur l'hypothèse d'un retour à un niveau d'activité moyen « pré-covid », lorsque la crise sanitaire sera derrière nous et que l'activité touristique pourra reprendre son rythme de croisière avec des besoins croissants en blanchisserie.

Si ce scénario se réalise, nous pensons que la société pourrait retrouver un niveau de résultats et de valorisation proche de celui des 5 dernières années.

Sur la période 2016-2020, l'EBITDA s'est élevé en moyenne à 29,5 M EUR. La société était par ailleurs valorisée en moyenne sur la base d'un ratio VE/EBITDA de 8,51.

Avec une trésorerie nette de 28,3 M EUR au 31 décembre 2020, nous calculons une valorisation cible (1) sur la base du multiple historique de 8,51x de :

$$\begin{aligned} (1) &= \text{EBITDA moyen 2016-2020} \times \text{multiple historique} + \text{trésorerie nette} \\ &= 29,5 \times 8,51 + 28,3 = 279 \text{ M EUR, soit } \mathbf{35,69 \text{ EUR}} \text{ par action.} \end{aligned}$$

## Ratio VANT historique

Nous l'avons vu, la société a créé de la valeur tangible pour ses actionnaires au cours des dernières années. En moyenne, sur la période 2016-2020, le marché a valorisé le groupe sur la base d'un ratio prix / VANT de 2,29. Dans l'hypothèse là aussi d'un retour à une situation normale, nous tablons sur un retour à la moyenne de ce ratio.

Avec une VANT par action de 16,34 EUR au 31 décembre 2020, notre valorisation cible (2) s'établit donc à :

$$(2) = 16,34 \times 2,29 = \mathbf{37,49 \text{ EUR}}$$

Notre objectif de cours est la moyenne de ces 2 valorisation = **36,59 EUR**.

Au cours actuel, le potentiel est de +32%.

## Conclusion

Retour aux sources avec l'entrée de Jensen dans le portefeuille Pépites PEA ! Jensen n'était pas la seule société du plat pays (la Belgique bien sûr !) à nous faire de l'œil. Dans nos recherches, nous sommes également tombés sur **EVS Broadcast Equipment** (EVS), une ancienne star de la cote bruxelloise, qui n'a pas non plus été épargnée par la crise en raison de ses activités dans l'événementiel.

Nous avons finalement retenu Jensen, dont les activités nous paraissent plus facilement compréhensibles et moins à risque d'être *disruptées*, comme il semble que ça puisse être le cas pour certaines activités d'EVS. Nous apprécions également Jensen pour sa gestion de bon père de famille et son actionnariat stable. La famille aux commandes a démontré qu'elle pouvait créer de la valeur pour ses actionnaires - notamment par un savoir-faire dans le ciblage de ses acquisitions (prix + potentiel de marché) et de leur intégration - sans prendre des risques inconsidérés. Nous lui faisons confiance pour poursuivre cette tâche dans le futur !

Investir sur Jensen reste malgré tout un pari contrariant. Le secteur du tourisme a été bouleversé par la crise sanitaire et le retour à une situation normale n'est pas encore d'actualité. La concurrence croissante des locations entre particuliers - type Airbnb - fait aussi peser un risque sur le marché de l'hôtellerie. Nous pensons malgré tout que le groupe pourra s'appuyer sur un bilan solide et sur ses investissements récents pour sortir grandi de cette période troublée et

---

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

conforter sa place de leader.

Parmi ces investissements, il faut souligner l'augmentation récente de la participation dans la société Inwatec (de 30 à 70%). Inwatec est une société danoise spécialisée dans l'automatisation et la robotisation pour les équipements de buanderie. Cette prise de contrôle devrait permettre à Jensen de se positionner comme un acteur de premier rang dans un secteur à marges réduites où les logiciels et l'IA sont devenus des enjeux cruciaux afin d'augmenter la productivité.



---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](https://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.

## **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**