

Passat SA

(Paris, Ticker : PSAT / Isin : FR0000038465)

-- éligible au PEA --

Presentation

Passat SA est bien connue de l'équipe, puisque nous l'avons eu en portefeuille alors qu'elle était il y a encore peu une daubasse.

Achetée lors de la création du portefeuille daubasses le 26 novembre 2008, [elle avait été cédée moins de 7 mois plus tard \(le 15 juin 2009\) générant au passage une plus-value de +103,5%](#), nette de frais et d'impôts.

Les profits aidant, voici que le titre de cette société est apparu dernièrement sur nos radars. Mais nos RAPP (pour "Rentabilité A Petit Prix) cette fois.

L'activité de la société n'a fondamentalement pas changé depuis que nous l'avons croisé la première fois. Pour plus de détails vous pouvez vous référer à [l'analyse publiée sur le blog en 2009](#).

Vous êtes certainement nombreux à vous poser la question. Oui, la bûche de ramonage est toujours un des produits phares de la société. Passat détient d'ailleurs toujours le brevet à travers sa filiale américaine Chimney Sweeping Log, détenue à 91%.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport annuel 2016 clôturé au 31 décembre 2016.

Nous avons acquis ce jour (vendredi 28 juillet 2017) 710 actions à un prix de revient, frais inclus, de 6,00 EUR.

LES DAUBASSES

I. **Gestion** (nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

1. Evolution du nombre d'actions (en milliers)

2016	3 950,843
2015	3 950,843
2014	3 952,256
2013	3 952,256
2012	3 951,078
2011	3 951,078
2010	3 951,138
2009	3 951,138

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

En 8 ans, le nombre d'actions (hors autocontrôle) est resté quasiment identique. A noter que la société détient 249 157 actions, soit 5,9% du capital.

2. Rapport frais généraux / chiffre d'affaires

2016	42,2%
2015	41,2%
2014	41,3%
2013	38,4%
2012	37,1%
2011	35,6%
2010	36,0%
2009	33,8%

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Les frais généraux en proportion du chiffre d'affaires sont sur une tendance haussière.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

3. Rotation des stocks

2016	205,60
2015	190,77
2014	189,08
2013	173,06
2012	197,89
2011	138,22
2010	133,96
2009	109,27

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Un nouveau signe de prudence avec des stocks qui mettent de plus en plus de temps à s'écouler. On atteint presque 7 mois de chiffre d'affaires en 2016 contre un peu de 3 mois de chiffre d'affaires en 2009.

4. Création de valeur sur 8 années : +83,8%, ou +9,1 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de savoir quelle a été la vraie valeur « comptable » générée au profit des actionnaires.

La création de valeur comptable est belle et bien au rendez-vous.

Conclusions : Passat semble bien gérée. Malheureusement, on dirait que la structure est restée la même (= le niveau des charges fixes) alors que le niveau de l'activité est en baisse. La question est de savoir si la direction n'a pas pu (aveu d'impuissance) ou n'a pas voulu (intérêts non alignés entre le management et les actionnaires) réduire ces charges ?

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

II. **Solidité bilantaire** (nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

1. Ratio courant : 4,85

Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.

Les actifs courants sont près de 5x plus élevés que le total du passif courant. C'est un excellent niveau. Passat n'a aucune raison de s'inquiéter vis-à-vis de ses créanciers et autres parties prenantes.

2. Trésorerie nette par action : 3,76 EUR

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif, de l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à long ou à court terme.

La trésorerie nette représente 63% de la valorisation boursière actuelle de la société. Ce niveau élevé rassure.

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 0,08

Nous comparons le free cash-flow moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

Il faut moins d'un mois (!) de free cash-flow (FCF) moyen des 5 derniers exercices pour que l'entreprise rembourse tous son passif à long terme. Ceci s'explique bien sûr par un niveau de passif à long terme relativement faible de 219 k EUR au 31/12/2016 mais aussi du fait d'un bon niveau de FCF qui ressort en moyenne à 4 159 k EUR.

4. Ratio de solvabilité : 130%

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan, duquel nous avons amputé les liquidités et les placements de trésorerie.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

L'entreprise a une solvabilité exceptionnelle qui s'explique par son abondante trésorerie nette et un bilan presque dépourvu de dette.

Conclusions : La société a un bilan en béton armé. Il ne fait aucun doute que l'indépendance financière de la société est assurée sur le court terme, quelques soient les circonstances à venir.

- I. **Croissance et rentabilité** (nous examinons ici la croissance passée de la société et sa capacité à dégager des bénéfices)

1. Bénéfice par action (pour rappel en EUR)

2016	0,47
2015	0,44
2014	0,25
2013	1,03
2012	1,19
2011	1,43
2010	1,62
2009	1,83

Le bénéfice par action a presque été divisé par 4 depuis le plus haut atteint en 2009. Un petit trend haussier semble s'initier depuis le plus bas de 2014. Le déclin est tout de même brutal.

2. Chiffre d'affaires par action (pour rappel en EUR)

2016	10,69
2015	12,01
2014	11,93
2013	13,18
2012	12,94
2011	13,79
2010	13,71
2009	14,18

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

Le CA par action est en baisse presque linéaire depuis 2009. C'est une baisse de -25% sur la période.

3. Free cash-flow par action

2016	0,58
2015	0,29
2014	0,19
2013	1,12
2012	1,21
2011	1,42
2010	1,67
2009	1,95

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Le FCF par action baisse également fortement (division par 3), mais moins vite que les bénéfices par action. C'est un point positif : les flux de trésorerie ont été moins dégradés que ce que les comptes de résultats laissent paraître.

4. Dividende par action

2016	0,70
2015	0,50
2014	-
2013	0,50
2012	0,80
2011	2,80
2010	0,80
2009	-

Un dividende est distribué de façon erratique tant sur le montant que sur la fréquence.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

5. Rapport free cash flow/dividende

2016	0,83
2015	0,59
2014	-
2013	2,23
2012	1,51
2011	0,51
2010	2,08
2009	-

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société, par rapport à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

Difficile de trouver une logique dans la corrélation entre la génération de cash et la distribution de dividende. En 2010, la société distribue plus de 2x son FCF et l'année suivante, elle se serre la ceinture en ne distribuant que la moitié de son FCF. Idem en 2013, où la distribution semble excessivement généreuse à plus de 2x le niveau de FCF. Et l'exercice suivant : pas de dividende...

6. Marge d'exploitation

2016	6,9%
2015	5,9%
2014	4,6%
2013	10,1%
2012	14,1%
2011	15,4%
2010	17,2%
2009	19,3%

Ce ratio se calcule en divisant le résultat d'exploitation par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

C'est clairement le gros point noir de Passat. Les marges se tassent depuis les plus hauts de 2009. Si elles restent à un niveau correct de 6,9%, elles n'ont plus rien à voir avec les 19,3% de l'exercice 2009 ! Et cela explique que les bénéfices baissent plus rapidement que le niveau d'activité. Effet ciseau négatif : baisse d'activité + baisse de marge.

7. ROE

2016	6,0%
2015	5,6%
2014	3,4%
2013	14,1%
2012	16,5%
2011	15,9%
2010	19,1%
2009	24,2%

Le Return On Equity compare le bénéfice net aux fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

Le ROE fut excellent de 2009 à 2013 (>15%). Il chute drastiquement en 2014 à 3,4% et se redresse lentement pour atteindre 6,0% en 2016. Un niveau tout juste acceptable.

Conclusions : Le business est clairement sur une petite douce et continue de décroissance. Ce n'est pas que l'activité qui baisse, ce sont aussi les marges et donc *in fine* les résultats.

Ce que nous pouvons de retenir de positif, c'est la surcapitalisation de la société (trésorerie abondante) qui impacte le niveau de ROE et un léger redressement des marges depuis 2 exercices.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

II. Valorisation (nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. **PER 2016 : 12,8x** (PER moyen des 8 dernières années : 7,9x)
2. **Rendement** dividende : 11,67%
3. **Price-to-book** (= multiple de capitaux propres *part du groupe*) **2016 : 0,77**
(*price to book* moyen des 8 dernières années : 1,04)
4. **Price Net cash ratio : 1,60x** (c'est le rapport entre le cours de l'action et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus).
5. **Objectif de cours RAPP** (calcul est purement quantitatif qui tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) :

notre juste prix pour **Passat** ressort à **12,37 EUR**. Soit un potentiel de +106,2%

III. Conclusions

Passat n'est plus l'entreprise de croissance extrêmement rentable de 2009. Pire, ses marges décroissent en même temps que son niveau d'activité...

Alors, pourquoi s'intéresser à cette entreprise ?

C'est une entreprise qui décote historiquement sur ses capitaux propres et qui continuent de générer des bénéfices et des FCF positifs. Certes, à des niveaux bien plus faibles qu'auparavant.

Mais nous estimons que la société a les reins suffisamment solides (cf. partie sur la solidité du bilan) pour passer une période de transition et revenir plus forte : prendre des parts de marchés à ses concurrents et redresser ses marges. La tendance de retour à une croissance rentable semble s'initier depuis 2014. Certes, c'est encore timide. Mais la société n'a aucun stress financier et peut donc prendre le temps de mettre sur le marché des produits à forte valeur ajoutée.

De plus, à notre pris d'achat 6,00 EUR le marché ne valorise aucune bonne nouvelle, puisque la capitalisation boursière actuelle est couverte à 63% par la seule trésorerie nette. Le point d'entrée nous semble donc opportun.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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