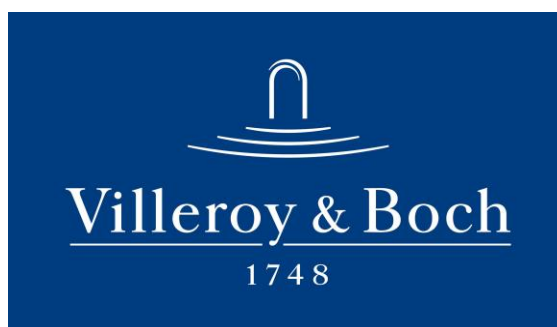


Villeroy & Boch

PISTE D'INVESTISSEMENT

XETRA (Francfort) - Ticker : VIB3 / ISIN : **DE0007657231**



- De l'assiette aux toilettes -

Date de l'analyse : 05.08.2020

Cours de référence : 11,28 EUR

Objectif de cours : 17,74 EUR (potentiel de +57%)

Présentation

Villeroy & Boch est une entreprise de production de céramique. Présente dans plus de 125 pays, elle exerce ses activités dans les secteurs de la salle de bain et des arts de la table. Elle compte 14 sites de production, dont une majorité en Europe. Le siège du groupe se situe dans la région de la Sarre en Allemagne.

Fondée en 1748, la marque est une des plus anciennes d'Europe et bénéficie d'une renommée mondiale. Villeroy & Boch fournit des revendeurs spécialisés, des grandes chaînes de magasins et des acteurs du commerce en ligne. Le groupe dispose également d'une centaine de boutiques à son nom, de près de 500 points de vente dans des grands magasins et d'une boutique en ligne pour les produits *Arts de la table*.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

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

Avec un niveau de ROE de 15% en moyenne sur les 8 dernières années, une situation de trésorerie excédentaire et une marque de prestige, Villeroy & Boch dispose selon nous de beaux atouts pour traverser la période difficile dans laquelle nous nous trouvons. La société en a vu d'autres puisqu'elle a déjà fêté ses 270 ans d'existence !

Cette analyse est réalisée sur la base du rapport semestriel au 30 juin 2020, du rapport annuel 2019 et de certains rapports annuels antérieurs. Le nombre de titres retenu pour nos valorisations est de 26 406 571 (autocontrôle de 1 683 029 déduit).

Une activité et des marges en croissance

Pour vous mettre en appétit, nous vous proposons quelques chiffres issus des rapports annuels de 2012 à 2019.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bénéfice par action (en €)	0,56	0,91	0,92	1,03	1,10	1,13	1,28	3,04
Chiffre d'affaires par action (en €)	28,16	28,22	29,02	30,44	31,06	31,68	32,31	31,56
Free cash-flow par action (en €)	0,23	0,61	0,67	0,39	2,20	0,52	-1,61	4,83
Dividende par action (en €)	0,40	0,42	0,44	0,49	0,53	0,57	0,60	0,20
Rapport "free cash-flow" / dividende	0,59	1,45	1,53	0,79	4,14	0,91	-2,68	24,16
Marge opérationnelle courante	4,2%	5,8%	5,6%	5,4%	5,8%	6,0%	6,3%	12,4%
ROE	9,9%	14,9%	16,8%	16,5%	16,9%	15,8%	16,6%	32,2%

Les chiffres que nous vous présentons ici sont bruts et les résultats de l'exercice 2019 incluent des éléments exceptionnels significatifs qu'il convient de retraiter. La société a en effet encaissé la somme de 114 M EUR et généré un profit exceptionnel de 87,7 M EUR suite à la cession d'actifs immobiliers au Luxembourg. Il s'agit d'anciens sites industriels qui vont être transformés en zones résidentielles et bureaux. Comme quoi, l'immobilier industriel peut parfois receler une belle valeur cachée ! Si l'on exclut ces éléments exceptionnels, la marge opérationnelle est de 6,1% et le bénéfice par action plus ou moins au niveau de celui de 2018.

Sur 8 ans, **le niveau de marge opérationnelle affiche une tendance haussière pour se rapprocher progressivement de l'objectif de 7% fixé par le groupe.** Le chiffre d'affaires et le résultat par action sont également orientés à la hausse. Le niveau de retour sur fonds propres supérieur à 15% par an en moyenne entre 2012 et 2018 est par ailleurs appréciable.

On notera également que c'est l'activité *Salles de bain* qui génère le plus de profit et les meilleures marges. En 2019, elle a contribué à hauteur de 43,2 M EUR au résultat opérationnel (marge opérationnelle de 7,8%) contre 7,8 M EUR pour l'activité *Arts de la table* (marge opérationnelle

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

de 2,8%). Les baignoires, WC et autres bidets sont sans doute moins séduisants que de la porcelaine fine, mais ces produits font les affaires de la marque et sont moins exposés à des phénomènes de mode !

Côté **bilan**, la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est passée de 4,21 EUR fin 2012 à 7,06 EUR par action au 30 juin 2020, soit une hausse de 68% (+7,7% en annualisé). La société a également versé un dividende plutôt généreux (la politique du groupe est de reverser aux actionnaires environ la moitié du résultat opérationnel). En cumulé, celui-ci a été de 3,65 EUR par action pour la période de 2012 à 2018.

La création de valeur pour l'actionnaire (hausse de la VANT + dividendes) atteint ainsi les +154% sur 8 ans (+14,3% en annualisé).

Entre tradition et innovation

Le groupe, dont les origines remontent à la moitié du XVIIIème siècle, a conservé son identité profondément ancrée dans la culture européenne tout en misant fortement sur l'innovation.

Au cours de l'exercice 2019, 16,6 M EUR ont été investis dans la recherche et développement, dont 12,2 M EUR pour l'activité *Bain et bien-être* et 4,4 M EUR pour l'activité *Arts de la table*. Ces dépenses ont porté sur l'amélioration de la qualité des matériaux céramiques, des produits et des technologies de l'outil de production. Elles représentent environ un tiers du résultat opérationnel courant.

Ces innovations semblent porter leur fruit. Par exemple, le TitanCeram, un nouveau type de céramique décliné au travers d'une gamme pour la salle de bain a vu ses ventes passer de 6,2 M EUR en 2017 à 13,2 M EUR en 2019 (+113%). Les produits ViConnect, des plaques de déclenchement de WC (un produit bien dans l'esprit daubasse !) ont généré 10,1 M EUR de chiffre d'affaires pour l'exercice 2019 contre 2,6 M EUR en 2015. Villeroy & Boch a su allier le raffinement des arts de la table à l'univers de la salle de bain. Un pari osé, mais semble-t-il réussi !

La société a également mis l'accent sur le développement des ventes en ligne pour la division *Arts de la table*. Après une croissance de 9,2% en 2018, les ventes en ligne ont progressé de 16,3% en 2019. Elle représente désormais 19,6% des ventes de la division.

Actions préférentielles et provision retraite

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Actions préférentielles

Nous avons évoqué dans l'analyse de [Buzzi Unicem](#) quelques avantages/inconvénients des actions préférentielles par rapport aux actions ordinaires. Le capital de Villeroy & Boch se répartit également entre actions ordinaires et actions préférentielles. Cependant, à la différence de Buzzi, **seules les actions préférentielles sont cotées**.

Le capital de la société est composé de la manière suivante :

- **Actions ordinaires (non cotées)** : 14 044 800 titres. Ces titres sont détenus par les familles fondatrices et offrent chacun un droit de vote.
- **Actions préférentielles (cotées)** : 14 044 800 titres également, dont 1 683 029 titres (12,0%) sont auto-détenus. Ces actions n'offrent pas de droit de vote. Elles permettent en contrepartie de bénéficier d'un dividende d'un montant supérieur de 0,05 EUR par action au dividende attribué aux actions ordinaires. Le dividende attribué aux action préférentielles doit également être au minimum de 0,13 EUR par an (soit un rendement « garanti » d'environ 1%). L'action préférentielle peut donc être considérée comme une forme d'obligation perpétuelle indexée sur les résultats et pourrait intéresser les investisseurs en quête de rendement.

Comme pour Buzzi, on ne peut pas dire que les avantages que confèrent les actions préférentielles nous fassent sauter au plafond ! Mais pas le choix ici.

Les familles fondatrices détenant la majorité du capital et la totalité des droits de vote, il ne faut pas non plus s'attendre à une OPA. Le capital est verrouillé, ce qui enlève une prime spéculative. Seule une offre des familles serait envisageable. En revanche, on peut s'attendre à une gestion saine et raisonnée de la société.

« Provision retraite »

Les sociétés qui publient leurs comptes en normes IFRS doivent provisionner dans leur bilan les prestations liées aux avantages postérieurs à l'emploi. Il s'agit d'indemnités que la société devra verser à ses salariés au moment de leur départ à la retraite.

Pour notre fabricant de céramique, elles s'élèvent à 214,6 M EUR au 31 décembre 2019. Ce montant est significatif au regard de la taille du bilan. Une partie de ces obligations est couverte par des actifs (24,7 M EUR). La dette nette portée au bilan correspond à la différence entre ces actifs et le total des engagements, soit 189,9 M EUR (21,2% du total bilan).

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Le principal risque lié à cette dette repose sur des changements dans les hypothèses de calcul, en particulier le taux d'actualisation. La provision retraite doit en effet être actualisée puisque les prestations seront versées dans le futur à des échéances plus ou moins longues.

Pour l'exercice 2019, dans un contexte de taux en berne, le taux d'actualisation a été abaissé sensiblement à 1,0% contre 1,8% en 2018. Cette baisse du taux d'actualisation a entraîné une hausse de la dette de 18,2 M EUR. Cette variation est appelée écart actuariel. Elle n'a aucun impact sur le compte de résultat car sa comptabilisation se fait directement au niveau des capitaux propres.

La société a fait des simulations de variation à la hausse ou la baisse du taux d'actualisation. Une baisse de 0,25 point du taux d'actualisation conduirait à une hausse des engagements de 7,8 M EUR (+3,6%). À l'inverse une hausse de 0,25 point permettrait un allègement de ces engagements de 6,9 M EUR (-3,2%).

À noter enfin qu'au 30 juin 2020, l'impact des écarts actuariels sur les capitaux propres était insignifiant par rapport au 31 décembre 2019 (-0,1 M EUR).

À notre avis, le risque quant à cette dette n'est pas majeur, mais il faut malgré tout l'avoir en tête car son poids dans le bilan est important.

Valorisation

1. Valeur d'entreprise / EBITDA

Sur les 8 dernières années, le ratio VE/EBITDA de l'entreprise était de 5,10. Avec un EBITDA normalisé de 77 M EUR* pour l'exercice 2019 et une trésorerie nette (hors dette locative) de 82 M EUR au 30 juin 2020, nous calculons un objectif sur ce ratio historique de 18,08 EUR. Le potentiel sur cet objectif est de +60%.

* hors éléments exceptionnels et hors amortissements liés à IFRS16

2. Ratio VANT historique

Le ration VANT s'est élevé à 2,46 en moyenne sur les 8 dernières années (plus haut à 3,18 sur 2017 et plus bas à 1,70 en 2012). Il est actuellement de 1,60. Sur la base de ce ratio, nous calculons un objectif de cours de 17,40 EUR (+54%).

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Notre objectif est la moyenne de ces deux valorisations :

$(18,08 + 17,40) / 2 = \mathbf{17,74 \text{ EUR}}$, soit un potentiel de **+57%**

Conclusion

Le groupe n'a pas été épargné par la crise au 1^{er} semestre 2020. La division *Arts de la table* a le plus souffert avec un recul des ventes de 21,7% en raison de la fermeture des boutiques. L'activité *Salles de bain* s'en sort mieux avec une baisse des ventes de 9,7%. Au global, le chiffre d'affaires recule de 13,4% et le résultat opérationnel passe dans le rouge. Néanmoins, le management s'attend à ce que la baisse du chiffre d'affaires n'excède pas les 10% pour l'ensemble de l'exercice. Il prévoit par ailleurs un résultat positif, mais nettement inférieur à celui de 2019.

Villeroy & Boch, ce sont des produits plutôt banals. De la vaisselle, des vasques ou encore des WC... pas de quoi faire rêver ! Pourtant, le groupe est parvenu à développer ses ventes au-delà des frontières de l'Europe grâce à son positionnement haut de gamme et ses efforts soutenus de R&D. Aussi, avec une trésorerie nette de 82,4 M EUR au 30 juin 2020 et une ligne de crédit de 180 M EUR non utilisée, la société a une situation financière saine qui devrait lui permettre d'aborder sereinement les mois à venir.

Enfin, cerise sur le gâteau, le patrimoine immobilier de la société a une valeur d'acquisition de 204 M EUR, ce qui représente 68% de la capitalisation boursière. Nous ne savons pas précisément de quoi se composent ces actifs, mais la récente cession réalisée au Luxembourg montre que même de l'immobilier industriel peut valoir beaucoup plus que ce que l'on pourrait penser...



Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

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

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

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