

2019  
AVRIL  
#129

# PREMIER PLAN



**Philippe de Portzamparc,**  
Président

ÉDITO

## PLONGÉE AU CŒUR DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

**Vendredi 14 mars.** J'ai rendez-vous aujourd'hui avec Xavier, un de nos plus anciens clients, passionné par la bourse, les valeurs acquises en direct et les métiers sous-jacents. A chaque fois, nos rencontres sont un peu longues, mais notre passion commune génère des bons moments d'échanges.

Il vient de céder un appartement parisien, considérant le marché trop tendu, lassé par la fiscalité excessive et un comportement général trop « anti-proprétaire ». Il souhaite donc réinvestir les capitaux disponibles dans la durée, ce qui viendra compléter un beau portefeuille constitué à la fin des années 1980 qui a beaucoup progressé depuis l'origine.

Xavier est en effet un sage, conscient de la volatilité des marchés, mais qui, par ses méthodes rigoureuses, a toujours digéré les secousses boursières de ces dernières décennies : prises de plus-values, moyennes à la baisse, investissements étalés dans le temps, et sorties courageuses des lignes décevantes.

Il a aussi une obsession : n'investir que dans des sociétés dont le nom est évocateur d'un produit, d'une marque ou d'un métier. Son portefeuille est donc « parlant » et nous passons beaucoup de temps à fouiller la cote pour maintenir cette ligne de conduite qui lui a apporté beaucoup de réussites boursières. Il se contraint aussi à analyser les valeurs, suivre les forums boursiers et rencontrer les sociétés.

L'histoire de son portefeuille est ainsi amusante et révélatrice de ce que représente le monde des sociétés cotées, petites ou grosses, françaises ou mondiales.

Dans l'agro-alimentaire, Xavier apprécie les produits de **Bonduelle, Danone, Fleury Michon** ou **Nestlé**. Il est nostalgique du tapioca et amateurs de macarons et donc actionnaire de **Tipiak**.

En matière de boissons, il connaît tout sur **Laurent Perrier, Pernod Ricard, Marie Brizard** et **Remy Cointreau**.

En loisirs, il est investi chez **Bénéteau, Trigano, Adidas**, mais aussi **Musée Grévin** et **Tour Eiffel**. Il possède des **Compagnie des Alpes** comme ancien skieur, et des **Gévelot** comme chasseur.

Il voyage et est donc investi chez **Airbus, Ryanair** et a toujours choisi ses voitures en lien avec ses actions **BMW** et **Volkswagen**.

Il se décide à renforcer ce jour le titre **Roche Bobois** que nous avons introduit en bourse en 2018 et dont il admire la gamme. C'est un admirateur de Jeff Bezos et donc heureux actionnaire historique d'**Amazon**, mais aussi d'**Apple** et **Microsoft** dont il possède tous les derniers produits, comme une collection amusante de **Swatch**... Bref, la bourse est aussi cette plongée passionnante dans l'économie de notre quotidien.

Ensemble, nous examinons la situation du Cac 40 et constatons que toutes les performances sont au vert sur toutes périodes : depuis le 1<sup>er</sup> janvier (+14,6), 1 semaine, 1 mois, 6 mois, 1 an, 5 ans et 10 ans (+93,6%) !

Cet historique doit rendre prudent, sans s'empêcher de regarder comme toujours au loin, à long terme comme Xavier aime à le répéter.

Pour conforter son comportement, Xavier termine ce rendez-vous avec cette belle formule : « Une assemblée générale d'actionnaires est bien plus passionnante et instructive qu'une assemblée de copropriétaires ».

**Tous les indices historiques sont au vert.  
Cela doit toutefois rendre prudent, sans s'empêcher de regarder au loin...**

Rédigé le 28 mars 2019

#129

# NAUTISME : LES CHANTIERS EN EAUX TROUBLES



**Arnaud Despré**  
Analyste financier

La crise financière de 2008 est encore dans toutes les mémoires des professionnels du nautisme : baisse radicale de 50% des ventes en volume aux US, 1<sup>er</sup> marché mondial entre 2007 et 2009 ; baisse de 41% de la production française dans ce même laps de temps. Toutefois depuis 2015, l'ensemble de la filière française profite d'un contexte macroéconomique favorable, d'outils de production haut de gamme, de la digitalisation d'une partie de l'écosystème et de capacités financières retrouvées... mais jusqu'à quand ?

Il aura fallu une décennie. Une décennie pour que l'industrie nautique française retrouve ses niveaux de production pré-crise financière. Portée par une accélération de la croissance des ventes des 6m-12m mais également par l'explosion du marché des catamarans, l'industrie nautique française est aujourd'hui une des plus importantes au monde. En quelques chiffres, cette industrie a généré en 2018 environ 5Mds€ de chiffre d'affaires, a regroupé 5 470 entreprises et employé 41 460 salariés. Les chantiers ont représenté un peu plus de 20% du secteur, avec 53 000 unités produites pour un chiffre d'affaires majoritairement dédié à l'export (75% dont 36% hors UE). La France compte dans ses rangs 3 groupes cotés qui représentent la majorité de cette production : Bénéteau, Fountaine Pajot et Catana Group. Ces trois acteurs font partie du cercle fermé des 15 grands chantiers mondiaux, aux côtés des allemands Hanse Yachts et Bavaria, des anglais Princess et Sunseeker, des italiens Ferretti et Benetti, et des américains Marine Products et Brunswick. Bénéteau et Fountaine Pajot sont aujourd'hui les généralistes n°1 et n°2 européens devant Hanse Yachts et Bavaria, et sont également n°1 et n°2 mondiaux dans la production de catamarans (la France représente 80% de la production mondiale).

L'augmentation de la moyenne d'âge de chaque côté de l'Atlantique, une nette hausse des indices de confiance des consommateurs (+96pts aux US entre 2009 et 2018 ; +25pts en France), des conditions de financement actuellement à des taux historiquement bas (>60% des bateaux enregistrés en France financés par emprunts) et le doublement du nombre de HNWI (patrimoine financier >\$1M) en l'espace de 10 ans au niveau mondial sont autant de facteurs qui ont permis une dynamique forte des chantiers français. Comme évoqué précédemment, l'explosion de la demande pour les catamarans, a également eu un effet bénéfique pour toute l'industrie nautique française avec cerise sur le gâteau un effet nettement favorable aux marges des chantiers, la marge embarquée sur une unité



Fountaine Pajot  
Alegria 67

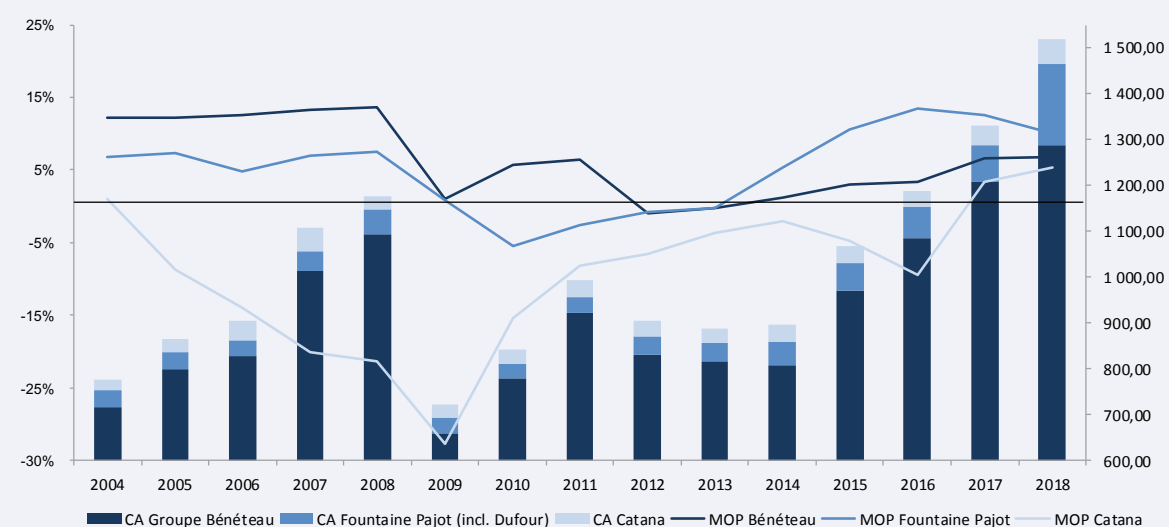
catamaran étant en moyenne 1,5 à 2 fois supérieure à un monocoque voile classique de même taille. Ainsi, le CA du groupe Bénéteau a progressé en moyenne de +12,3% entre août 2014 et août 2018, avec un résultat opérationnel multiplié par 9,5. Fountaine Pajot a connu une dynamique encore plus intense avec un TCAM (taux de croissance annuel moyen) de +20,6% sur les 4 dernières années pour un résultat opérationnel multiplié par 5,3.

EV/EBITDA Bénéteau



Source : Factset

CA Cumulé Bénéteau, Fountaine Pajot et Catana; avec Marges Opérationnelles



Source: Portzamparc, Factset, Sociétés

## CES BEAUX SUCCÈS COMMERCIAUX ET OPÉRATIONNELS NE SE RETROUVENT AUJOURD'HUI PLUS DANS LES COURS.

L'action Bénéteau a ainsi perdu 42,1% de sa capitalisation boursière sur les 9 derniers mois, Fountaine Pajot -35,1% et Catana -31,3%. La valeur d'entreprise actuelle du groupe Bénéteau représente environ 3,9 fois son EBITDA projeté à 12 mois, ce qui est un niveau historiquement bas et généralement synonyme de haut de cycle sur ce type de business model. La situation est assez similaire avec la situation de 2007-08, l'environnement commençant à l'époque à sensiblement se dégrader, la valeur du groupe avait nettement décoté avant que les premiers effets négatifs de la crise impactent l'opérationnel de Bénéteau. La baisse récente met donc en avant la méfiance des investisseurs vis-à-vis des niveaux d'EBITDA projetés sur les 12 prochains mois et au-delà. Mais le son de cloche est aujourd'hui diamétralement opposé au sein des chantiers. Certes Bénéteau annonce un ralentissement de sa croissance, mais confirme le maintien de ses marges à court terme et même une légère progression de cette dernière dans le cadre de son plan Transform to Perform 2020. Du côté de Fountaine Pajot, le carnet de commandes offre une visibilité à plus d'un an et le chiffre d'affaires catamarans continuera dans les prochains mois à être «cappé» par la montée en charge de son outil de production. Les chantiers ont d'ailleurs massivement investi ces dernières années dans les capacités de production (230M€ pour Bénéteau ; 17M€ pour Fountaine Pajot), montrant leur relative confiance dans les perspectives de marché. Alors qui aura raison à court ou moyen terme ? Les chantiers ou les investisseurs ? En tout cas, Bénéteau a au cours des dernières semaines procédé au rachat sur le marché de plus de 250 000 titres dans les cours actuels. N'est ce pas là le meilleur signal de confiance ?

Rédigé le 28 mars 2019

# LE NOUVEL ABUS DE DROIT

La Loi de Finance 2019 a fait évoluer la notion de l'abus de droit. Pour rappel, un abus de droit est constitué lorsque des actes sont réalisés pour aucun autre motif que celui d'éviter ou d'atténuer les charges fiscales. Si ces actes n'avaient pas été passés, le contribuable aurait normalement supporté de la fiscalité eu égard à sa situation ou à ses activités réelles. À ce jour, il y a deux niveaux d'abus de droit :

## ➤ L'ABUS DE DROIT DE DROIT COMMUN

Il interdit des opérations à but exclusivement fiscal.

## ➤ LE « MINI ABUS DE DROIT »

Mis en avant en début d'année 2019, il sanctionnera les opérations à but principalement fiscal.

### Les critères déterminants

Auparavant, l'abus de droit se caractérisait lorsque deux éléments étaient identifiés, à savoir, la fictivité de l'acte (le caractère fictif de l'opération) et la fraude à la loi (exclusivement fiscal). Aujourd'hui, une nouvelle notion s'ajoute aux critères existants. Elle intègre la notion de principalement fiscal, c'est-à-dire les opérations dont l'objet fiscal serait essentiel, déterminant voire prépondérant.

### La mise en vigueur

Dans l'attente d'éléments complémentaires sur la mise en œuvre de ce dispositif, celui-ci concernerait uniquement les actes réalisés à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2020 sans que les actes antérieurs ne puissent être remis en cause.

### La sanction

Cette nouvelle mesure pourrait être perçue comme répressive, néanmoins elle doit être nuancée. En théorie, la Loi de Finance 2019 ne prévoit pas de sanction automatique pour le mini abus de droit même si l'administration fiscale identifie une opération à caractère principalement fiscal. L'administration aura la possibilité d'écarter purement et simplement l'opération. Toutefois, en pratique, le contrôleur fiscal pourra appliquer les sanctions de droit commun s'il observe un manquement délibéré (40% de majoration) ou des manœuvres frauduleuses avérées (80% de majoration) de la part du contribuable.

### La charge de la preuve

Par ailleurs, conformément au droit commun, si l'administration fiscale utilise ce nouveau fondement pour effectuer un redressement fiscal, les contribuables pourront saisir le comité de l'abus de droit fiscal afin que la charge de la preuve incombe à l'administration.

Bien que ce nouveau dispositif ne semble pas concerner l'ensemble des impôts, notamment les démembrements pour transmission anticipée, nous attendons dans les semaines à venir des précisions de l'administration fiscale sur la faisabilité de certaines opérations au regard du « mini abus de droit ».

**La difficulté de ce nouveau fondement réside dans l'appréciation du caractère principalement fiscal, notion particulièrement abstraite due à l'absence de commentaires administratifs et jurisprudentiels. Le rôle du conseil en gestion de patrimoine devient alors déterminant.**



**Aline Guérin**  
Conseiller  
en Gestion Privée



**PREMIER  
PLAN**

Responsable de Rédaction  
Benoît Thubert

NANTES (Siège social)  
13, rue de La Brasserie  
44100 Nantes  
Tél. 02 40 44 94 00

PARIS  
16, rue de Hanovre  
75002 Paris  
Tél. 01 40 17 49 00

Portzamparc Société de Bourse  
Société Anonyme au capital  
de 4 500 000 €,  
RCS Nantes 786 001 339

contact@portzamparc.fr  
www.portzamparc.fr

Les informations figurant dans ce document proviennent de sources dignes de foi, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Elles ne doivent ni faire autorité ni se substituer au jugement propre des investisseurs et ne sont pas censées être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés. Les placements sur les marchés financiers peuvent s'avérer risqués. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps.  
Communication à caractère promotionnel.