

# 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

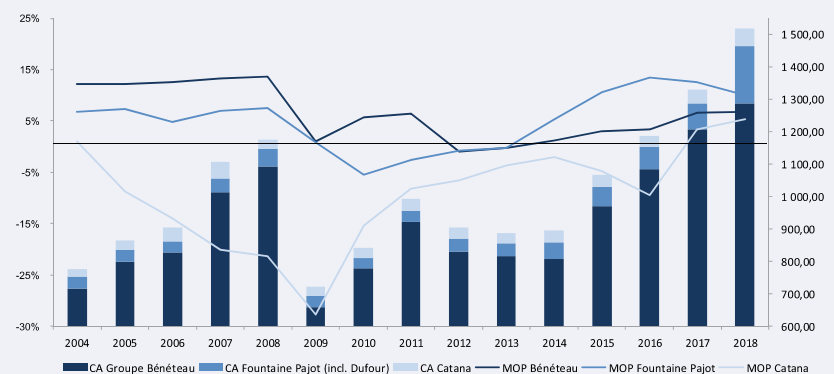
catamaran étant en moyenne 1,5 à 2 fois supérieure à un monocoque voile classique de même taille. Ainsi, le CA du groupe Bénéteau a progressé en moyenne de +12,3% entre août 2014 et août 2018, avec un résultat opérationnel multiplié par 9,5. Fountaine Pajot a connu une dynamique encore plus intense avec 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