

Présentation de la société



Cette newsletter vous est offerte par Finance Académie. Elle n'est pas un conseil en investissement financier.

Inscription aux autres newsletters :
<https://bit.ly/3Im3lnC>

Copyright Finance Académie
Décembre 2021

Les activités



- **Fabrication et pose de piscines enterrées**
 - Principal marché : les particuliers.
 - Marché secondaire : les espaces publics.
 - Les piscines sont constituées de blocs en propylène recyclé qui forment "un coffrage permanent", système breveté.
 - Ces blocs peuvent voyager facilement partout dans le monde, sont assemblés chez le client par Desjoyaux, et permettent toutes les formes de piscines.
 - La fabrication est réalisée en France sur le site de la Fouillouse (42).



- **Revente d'accessoires**
 - Activité de négoce qui permet d'aménager la piscine comme un véritable espace de vie.

Les principaux revenus du groupe sont réalisés par les activités de fabrication et de pose des piscines, ainsi que de reventes d'accessoires.



- **La rénovation**
 - Activité peu importante mais qui permet d'adresser un parc de piscines vieillissantes.
 - Desjoyaux assure la rénovation de piscine de toute marque.

L'histoire



1966 : Le fondateur Jean Desjoyaux, maçon, construit sa première piscine pour sa famille.

1971 : Son fils, Jean Louis Desjoyaux est embauché dans l'entreprise de son père sur les chantiers.

1978 : Pour fabriquer plus rapidement des piscines, les Desjoyaux déposent un brevet sur un nouveau système de "coffrage permanent" et lancent la société Forez Piscines pour soutenir ce concept innovant.

1984 : Dépôt du brevet d'un système de filtration sans canalisation.

1988 : Ouverture à l'international, avec un premier déploiement en Espagne.



1991 : Investissement de 50 millions de francs dans un nouveau site de production à la Fouillouse, marquant le passage de l'artisanat à l'industrialisation.

1992 : Introduction à la Bourse de Paris.

2006 : Le groupe compte plus de 300 points de vente dans 70 pays.

2009 : La crise des subprimes frappe durement le Groupe, juste après de gros investissements.



2009 : Cette crise marque très fortement le PDG Jean Louis Desjoyaux, avec des licenciements, des chasses aux économies, etc. Pour autant, les investissements dans l'outil industriel reprennent le dessus et portent maintenant leurs fruits.

2018 : Le frère de Jean Louis Desjoyaux , Pierre Louis Desjoyaux, sort du capital de la société.

Jean Louis Desjoyaux prépare sa succession, son fils Nicolas Desjoyaux (actuellement Directeur Général Délégué), prendra la Présidence du Groupe d'ici quelques années.

L'actionnariat

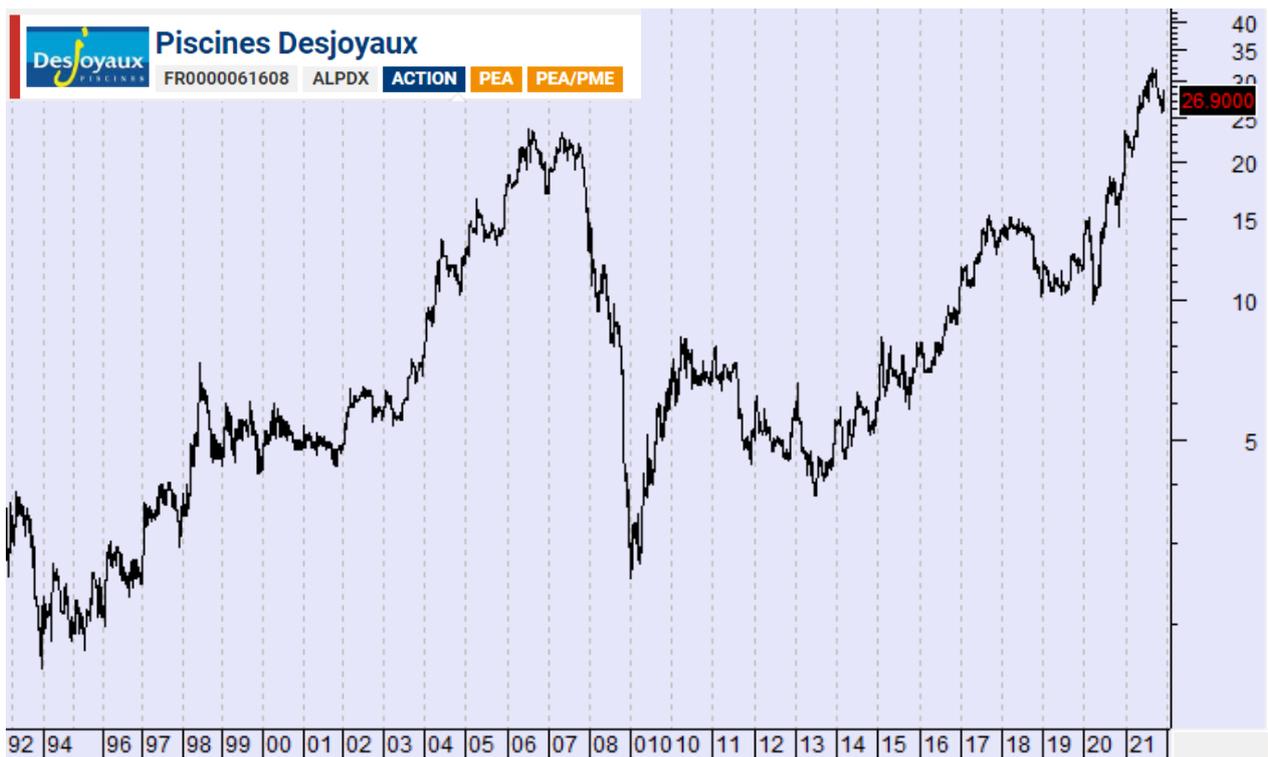
Le capital est contrôlée à 73% par la famille Desjoyaux. Le flottant en bourse est de 27%.

Source : rapport annuel

	31/08/2019	
	% capital	% droits de vote
DEFI	> 66 %	entre 33 et 50 %
Jean-Louis Desjoyaux	< 5 %	entre 10 et 15 %
Catherine Jandros	< 5 %	entre 10 et 15 %
Lazard Frères Gestion	< 5 %	entre 5 et 10 %
Public (hors DEFI, hors Lazard Frères Gestion, hors Roce & Associates)	> 20 %	> 20 %

Le titre en bourse

Le parcours de bourse depuis l'IPO de 1992 - Nombre de tires : 8 984 492



Historique du dividende (réajusté du split 4 fait le 31/08/2008)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividende	0.25 €	0.25 €	0.38 €	0.38 €	0.50 €	0.50 €	0.34 €	0.34 €	0.48 €	0.51 €

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dividende	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €	0.51 €

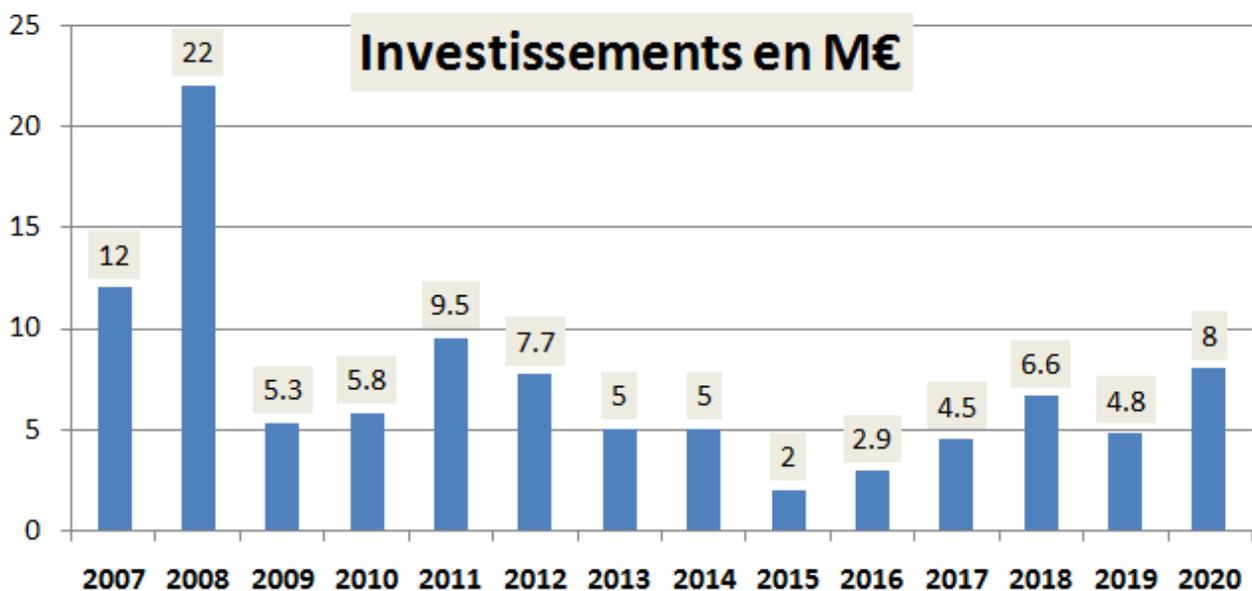
Un outil de production hors norme !

La fabrication des piscines se fait sur le site de 13 hectares situé à la Fouillouse, en France (42).



Des investissements conséquents et continus

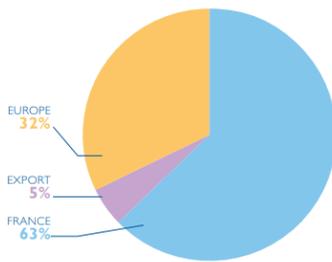
Ce site très automatisé, bénéficie des 100 M€ qui ont été investis à la Fouillouse depuis 2007. Il délivre ainsi une forte rentabilité opérationnelle, mesurable par sa marge EBITDA (>20% en 2020).



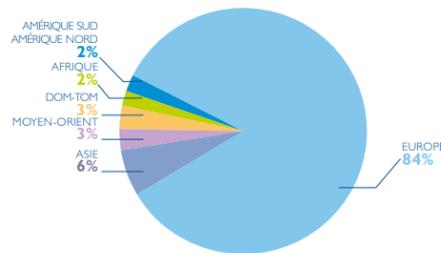
Source : rapports annuels

Une entreprise nationale et internationale

CHIFFRES D'AFFAIRES PAR ZONE EN K€



RÉPARTITION DU CHIFFRE D'AFFAIRES EXPORT

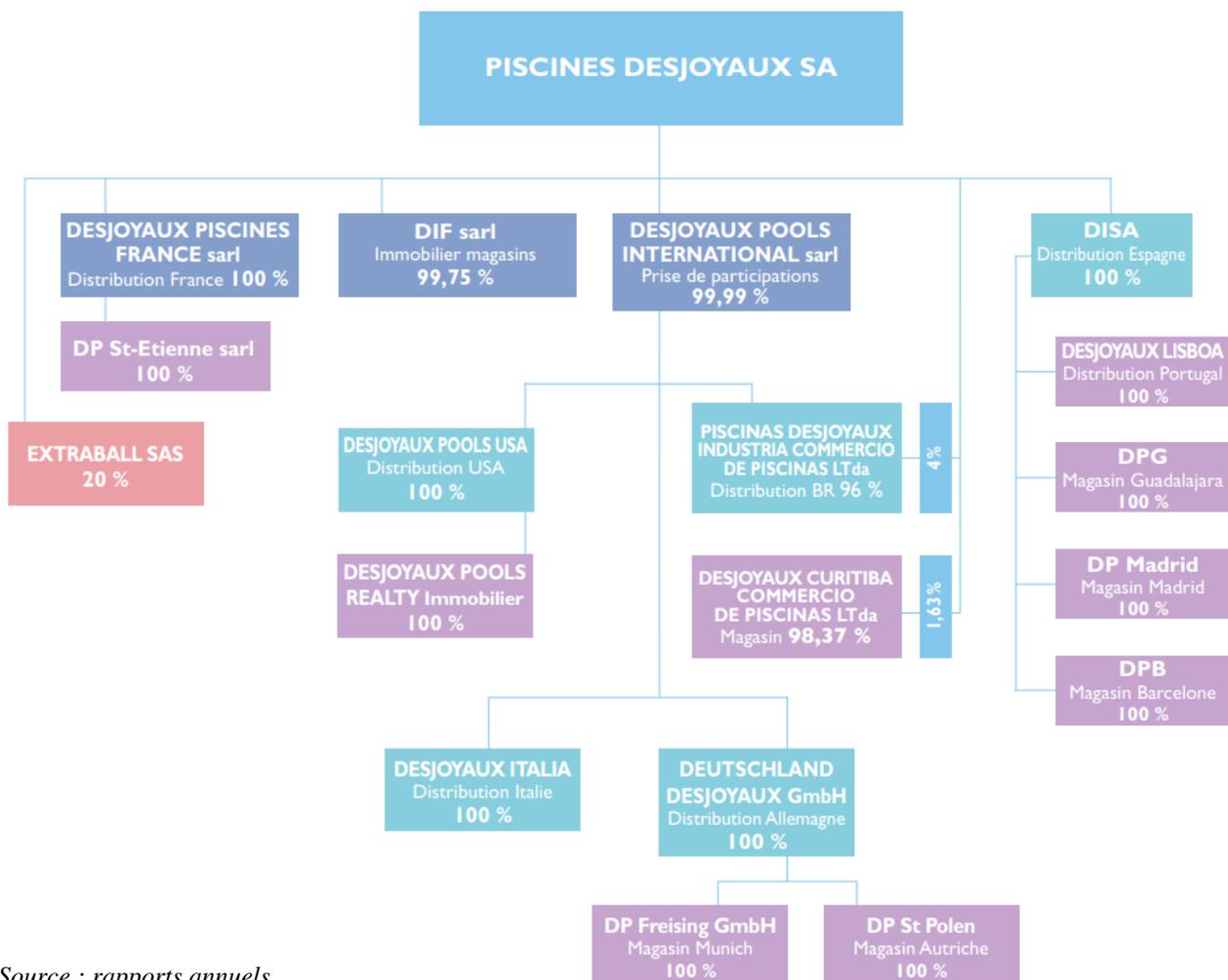


L'essentiel des ventes se réalise en France, mais la société est aussi présente dans plus de 70 pays.

Source rapport annuel 31/08/2020

La commercialisation est réalisée par un réseau de franchisés ou de distributeurs exclusifs (la stratégie du Groupe est d'arrêter la détention de magasins en propre)

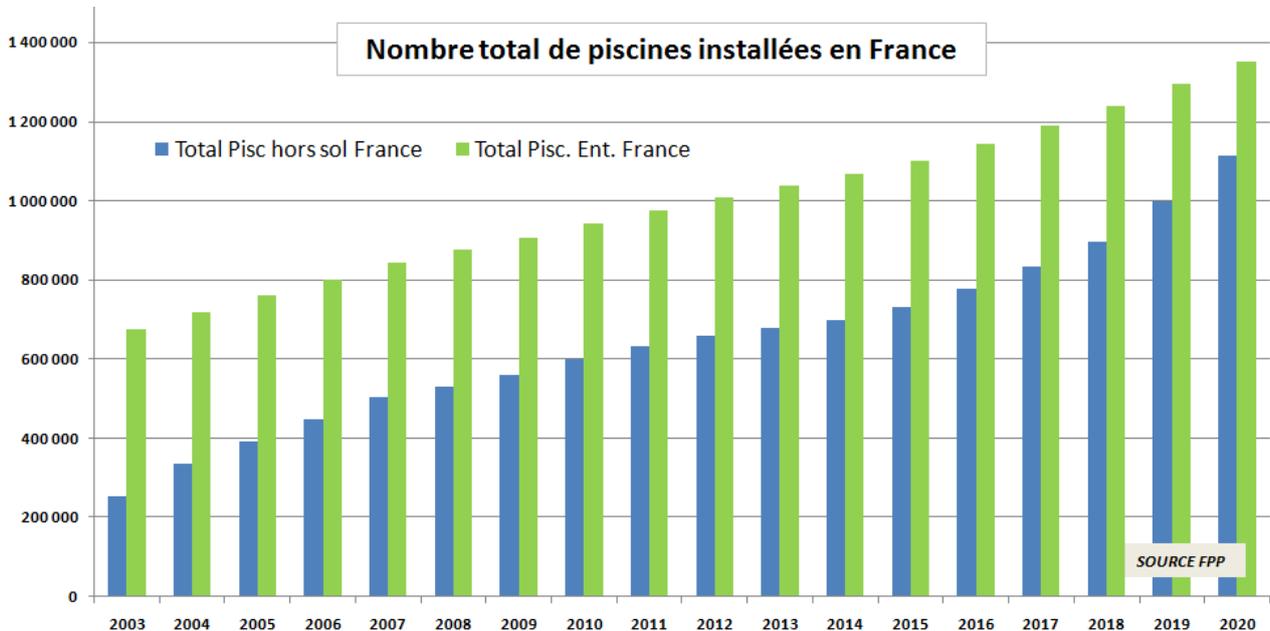
- En France : 167 magasins
- Espagne via DISA : 4 magasins, fournissant aussi le Portugal
- Allemagne et Autriche via Deutschland Desjoyaux : 23 magasins
- Italie via Desjoyaux Italia : 29 magasins
- USA, Brésil etc. : réseau de distributeurs exclusifs



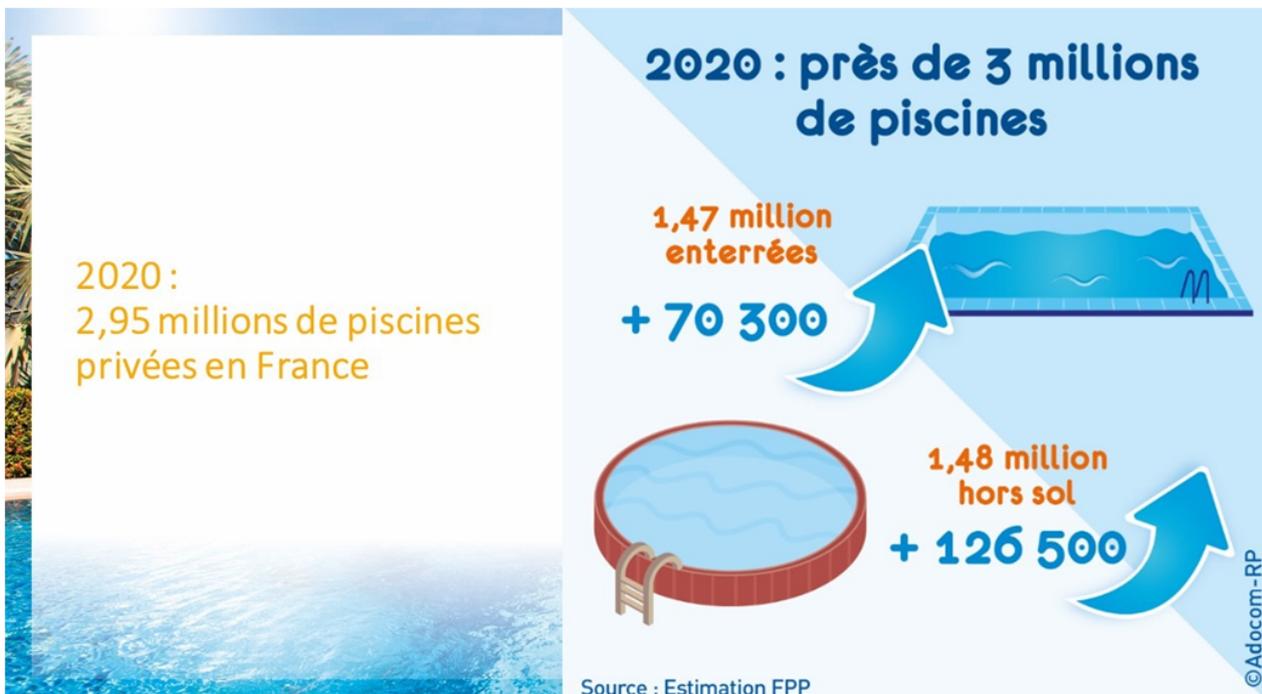
Source : rapports annuels

Evolution du marché de la piscine en France

La France est le second marché mondial de la piscine privée, après les USA et avant l'Espagne. Selon la Fédération des Professionnels de la Piscine (FPP), le marché français de la piscine hors sol et enterrée est en croissance continue depuis 2003, malgré les crises.



Etat du marché de la piscine en France en 2020



La profondeur de marché en France est estimée à environ 7 millions de piscines (tout type de piscine confondu).

En 2020, le parc fait état de 1.47 millions de piscines enterrées et de 1.48 millions en hors sol.

Performance économique

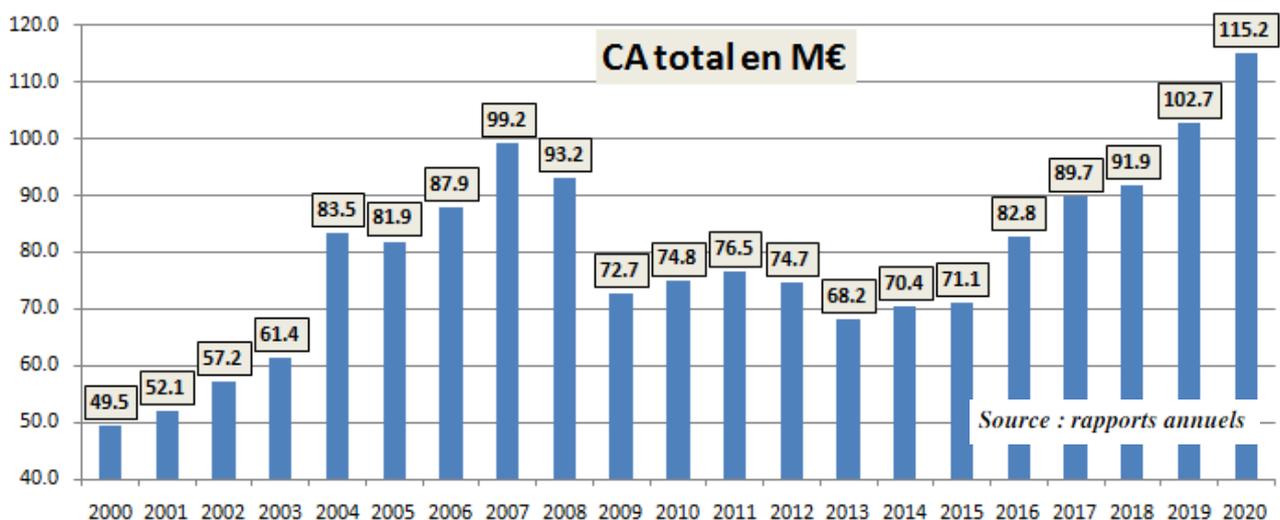
Plutôt que de vous montrer divers ratios comptables et indiquer si le titre en bourse est cher ou pas, je pense que pour bien comprendre la performance économique actuelle et future de cette société, il faut prendre en compte :

- L'évolution passée et la répartition actuelle du chiffre d'affaires (CA) en France et à l'export
- La segmentation du CA entre la vente d'accessoires et la vente de piscines
- La rentabilité de chaque segment
- La saisonnalité des publications de Desjoyaux S1 / S2

L'idée est de faire un focus sur la croissance, et sur les marges ! Et tenter de répondre à "comment la société peut-elle continuer à croître, tout en gardant des marges confortables ?"

Voyons donc cela en détails...

Le Chiffre d'Affaires Total



Quelques points notables sur cet historique :

2003 : une année de forte canicule, qui va booster les ventes jusqu'en 2007

2008 / 2009 : années marquées par la crise des subprimes qui affecte tout le secteur.

S'ensuivent des années difficiles pour le Groupe, puisque la crise est arrivée juste après de gros investissements de 30 M€ financés partiellement par de la dette. Le CA d'avant la crise subprimes à 99.2 M€ mettra plus de 10 ans pour revenir sur ce niveau.

De 2015 à 2020 : la croissance du CA groupe est de +60%, marquée par des bassins plus petits mais mieux équipés.

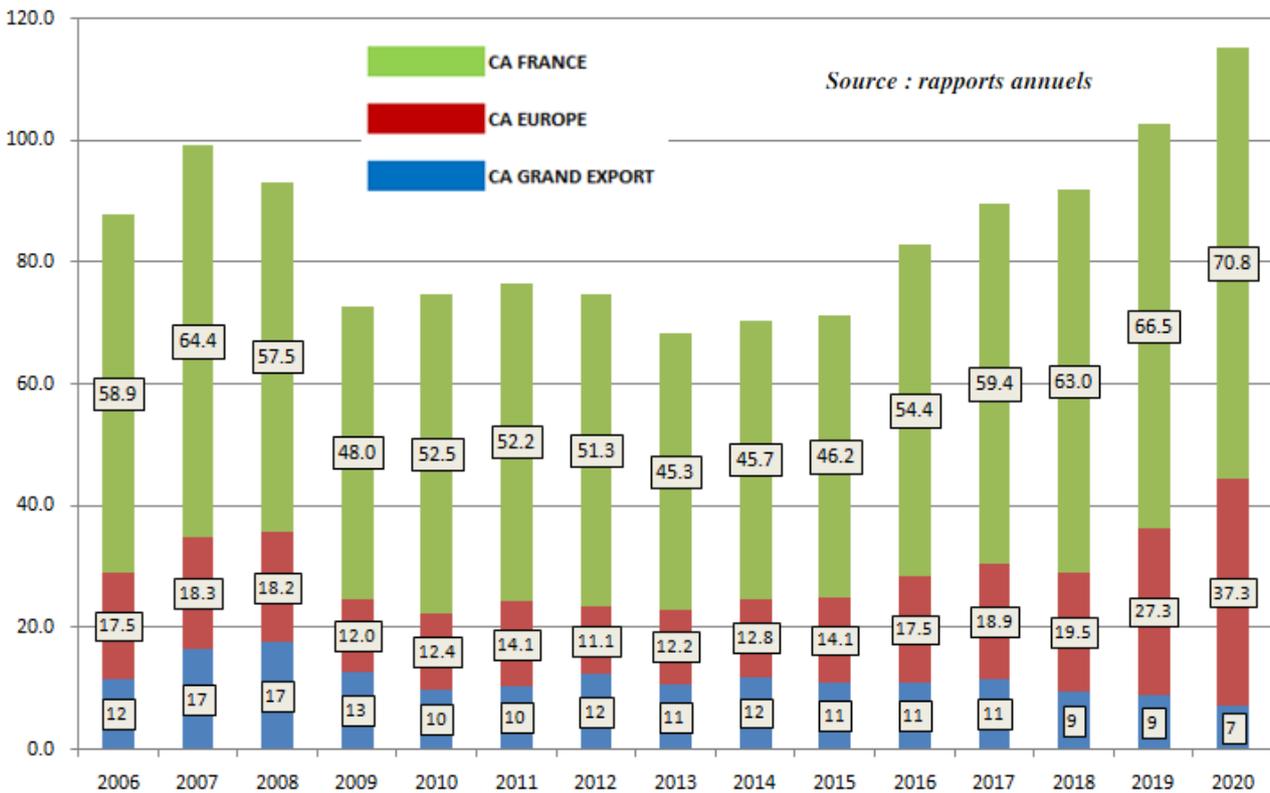
2020 : la crise Covid accentue l'effet cocooning, tout le secteur en profite, en France et à l'export.

Performance économique - D'où vient la croissance du CA ?

Comme indiqué page 6, le CA total du Groupe se répartit :

- En France
- En Europe (Espagne, Allemagne, Portugal et Italie)
- En "Grand Export" (USA , Brésil, plus la Chine jusqu'en 2019)

Décomposition du CA en M€



Depuis 2015 :

- CA Groupe affiche +61%
- CA France affiche +55%
- CA Europe affiche +160%
- CA Grand Export affiche -40%, la Chine ayant été abandonné, le business y est trop difficile.

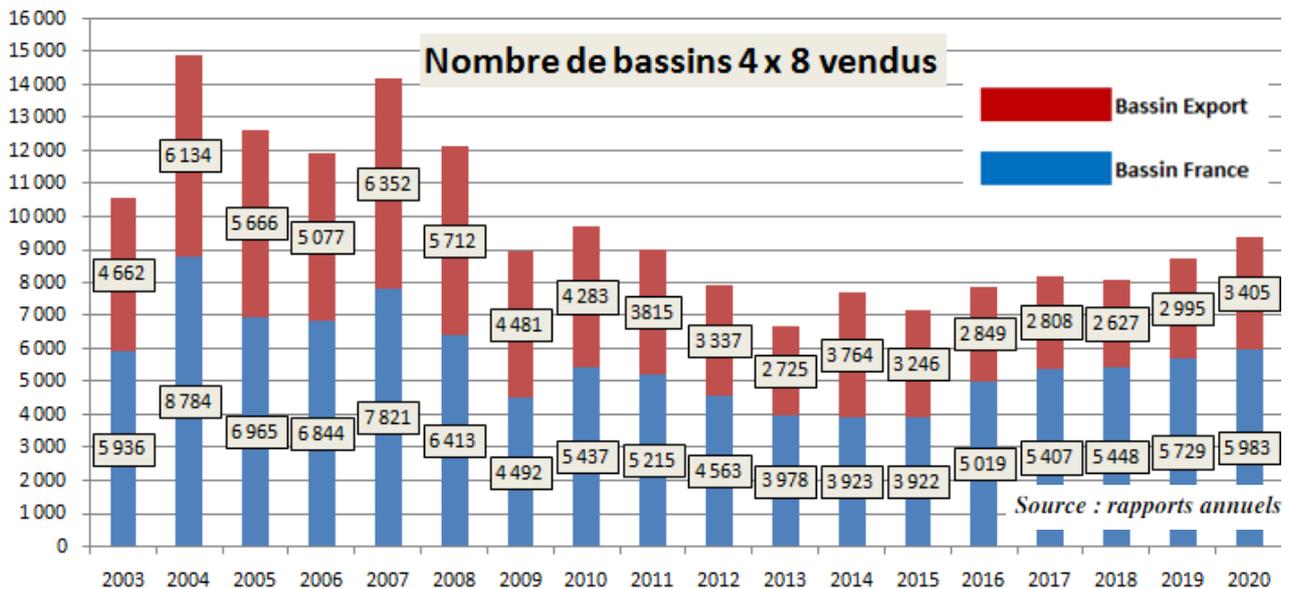
C'est donc à la fois la France mais essentiellement l'export en Europe qui tirent la croissance depuis 2015. Et pour l'export, c'est Allemagne , pays peu équipé, qui en est la locomotive (1)

Pour la suite, je surveillerai donc la croissance en Allemagne, et en France

(1) : source , entretien de Nicolas Desjoyaux en avril 2021 - <https://bit.ly/3d7QoPP>

Performance économique - le nombre de bassins vendus

Les piscines étant vendues par blocs, tels des légos, Desjoyaux effectue un suivi du nombre de bassins vendus en format standard 4x8, pour la France et l'Export.

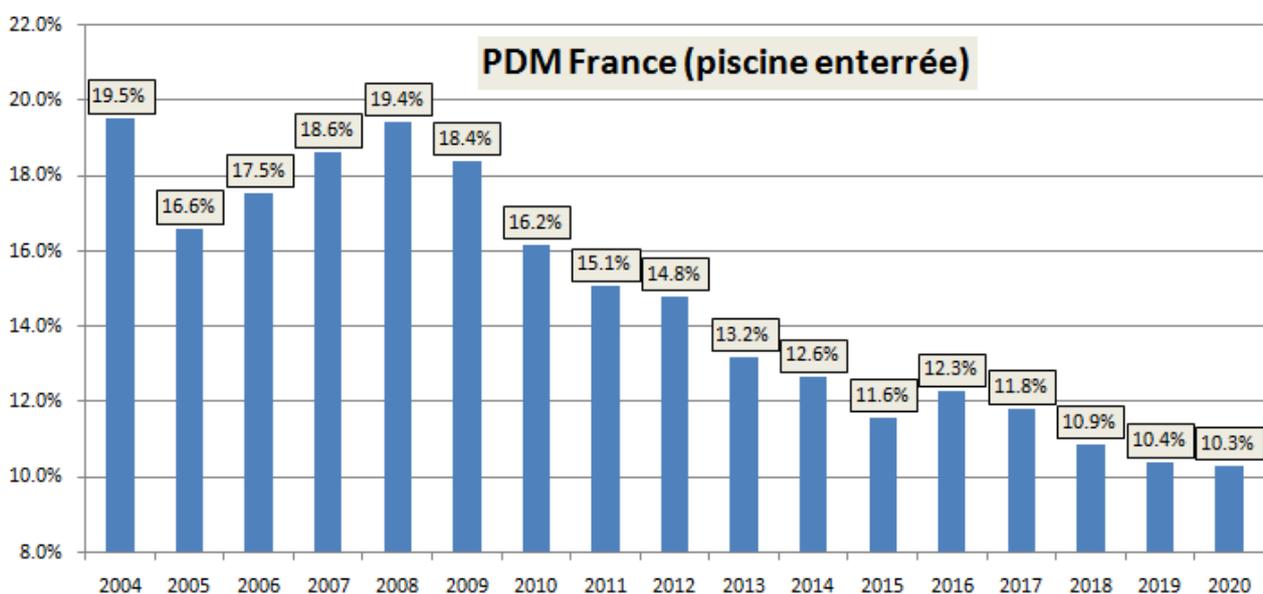


Des points notables :

- Le record du nombre total de bassins vendus est à 14918 en 2004 (contre à peine 10 mille en 2020), l'usine à la Fouillouse est très loin de sa pleine capacité de production.
- Effet mix produit (piscine + accessoires) : les bassins sont actuellement mieux équipés qu'il y a 15 ans. Ainsi en vendant 10 mille bassins en 2020 , contre 15 mille en 2004, le Groupe fait quand même plus de chiffre d'affaires sur 2020.

La chute des Parts De Marché en France

Bien que le Groupe fasse de bons résultats depuis 5 ans, ses PDM en France ont beaucoup diminué depuis 12 ans. C'est une tendance qui est à surveiller (sources FPP + rapports annuels)



Performance économique - Le suivi du mix produit

Depuis l'exercice 2018, la présentation comptable du compte de résultat de Desjoyaux SA permet de suivre plus finement la partie "vente de piscines", la partie "vente d'accessoires", en France et à l'Export, ainsi que la création de valeur.

Desjoyaux SA représente 85% du CA consolidé du Groupe, l'interprétation de ses comptes reste donc représentative.

Les Soldes Intermédiaires de Gestion permettent de suivre le mix produit :

DESJOYAUX SA

	août-18	août-19	août-20
Chiffre d'affaires €	79 865 273	88 190 369	96 071 701
Valeur Ajoutée €	26 082 387	31 975 087	35 072 189
VA/CA	32.7%	36.3%	36.5%

Taux de marge commerciale	47.3%	45.6%	47.3%
---------------------------	-------	-------	-------

Valeur Ajoutée €	26 082 387	31 975 087	35 072 189
Part des ventes d'accessoires	41%	36%	36%
Part des ventes de piscines	59%	64%	64%

La VA monte plus vite que le chiffre d'affaires => on a une croissance qui est de plus en plus rentable.

Le taux de marge commerciale (bénéfices faits sur la revente d'accessoires) reste constant.

C'est la partie vente des piscines qui crée majoritairement la VA (64% de la VA en 2020).

Ainsi dans la partie mix produit, 1€ de CA en vente d'accessoires contribuent moins à la création de valeur que 1€ de vente d'une piscine. Autrement dit pour les marges, à CA identique, il vaut mieux vendre beaucoup de piscines peu équipées, plutôt que moins de piscines très équipées.

Performance économique - la saisonnalité

Les premiers semestres (avec une clôture au 28/02 de chaque année), pèsent beaucoup moins sur les résultats annuels que les seconds semestres.

=> Voici la saisonnalité sur les 7 derniers semestres :

	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2
	28/02/2018	31/08/2018	28/02/2019	31/08/2019	28/02/2020	31/08/2020	28/02/2021	31/08/2021
CA M€	32.6	59.3	36.9	65.8	44.1	71.1	63.7	?
NBR total de bassins 8x4	3 886	4 189	4 044	4 680	4 518	4 870	6 112	?
EBITDA meur	1.70	11.70	4.96	14.64	6.57	19.10	15.62	?
EBITDA/pisc. (eur/pisc)	437	2 793	1 227	3 128	1 455	3 922	2 556	?
Marge EBITDA	5.2%	19.7%	13.5%	22.2%	14.9%	26.9%	24.5%	?

Un suivi de la performance économique peut se faire via le ratio **EBITDA/vente piscine 8x4**.

On remarque une montée sur chaque semestre de ce ratio, montrant l'efficacité de l'outil de production.

Les comptes annuels clos au 31/08/2021 seront publiés le 17 décembre 2021, je ferai alors les calculs complémentaires et les mises à jour.

Performance économique - Surveiller la marge EBITDA

Les SIG permettent de suivre finement les éventuels gains de production, selon le schéma suivant :

+ Marge Commerciale	+ Production		
- Conso de tiers	VA		
	- TAXES	- SALAIRES	EBE (EBITDA)

DESJOYAUX SA

	août-18	août-19	août-20
Chiffre d'affaires €	79 865 273	88 190 369	96 071 701
Valeur Ajoutée €	26 082 387	31 975 087	35 072 189
VA/CA	32.7%	36.3%	36.5%
EBITDA	14 244 420	19 154 432	22 858 763
Marge EBITDA (brute Exploit)	17.8%	21.7%	23.8%
Masse salariale / VA	38.4%	33.6%	28.3%
Sous-traitance / CA	6.8%	6.9%	6.8%

La marge EBITDA / CA est à surveiller : elle monte plus vite que le CA, allant à 23.8% en 2020. Je surveillerai donc si cette tendance continue lors des prochaines publications.

Mais face à une pénurie de main d'oeuvre pour poser les piscines chez les clients, Desjoyaux pourrait employer de plus en plus de sous-traitants. Ce poste est comptabilisé dans Autres Charges Externes (puis agrégé dans Consommation en provenance de tiers).

Je surveillerai donc le **poste sous-traitance** dont l'éventuelle augmentation ferait monter "conso de tiers" et pourrait venir amputer la marge EBITDA/CA.

Les concurrents

Les principaux concurrents :

- Waterair , numéro 2 - Piscines en kit - 71 M€ de CA en 2020 , profite de la tendance "do it yourself" et n'est pas concerné par les problèmes de main d'oeuvre pour poser les piscines.
- Magiline , le numéro 3 , a réalisé 32 M€ de CA en 2020 (+68% sur 5 ans), 25% du CA est fait à l'export dans 32 pays, est sur un positionnement premium.

Puis viennent

- Des coquistes, comme Alliance Piscines, qui ont besoin d'un maillage sur le territoire pour fabriquer les coques. Ce maillage est nécessaire car les transports des coques chez le client se font sur route par des convois.
- Des artisans maçons, très atomisés.

Matrice FFOM

<p>Forces :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Usine très automatisée - Marque Desjoyaux 	<p>Faiblesses</p> <ul style="list-style-type: none"> - Usine géographiquement non diversifiée - PDM en France en diminution - Manque de poseurs - Homme clef Jean Louis Desjoyaux ?
<p>Opportunités</p> <ul style="list-style-type: none"> - Crise Covid accélère le cocooning en France et en Europe - L'Allemagne, pays à équiper 	<p>Menaces</p> <ul style="list-style-type: none"> - Durcissement de la réglementation sur les piscines (taxes écologiques etc.) - Hausse des coûts des matières premières, prix de l'énergie

Perspectives

En France, une normalisation des commandes de piscines est en cours.

Nombre de devis signés en France		
	Mois	Trimestre
Janvier 2021	+ 22 %	+ 26,5 %
Février 2021	+ 16 %	
Mars 2021	+ 50 %	+ 18,5 %
Avril 2021	+ 23 %	
Mai 2021	+ 5 %	
Juin 2021	+ 3 %	+ 10,0 %

En octobre 2021, la FPP a indiqué un retour à la normale sur le second semestre de l'année. Le nombre de devis mensuels signés depuis février 2021 (clôture des semestriels de Desjoyaux) est à +50%, puis +23%, puis +5% puis +3%.

En Europe, Maytronics, un des leaders des équipements de piscine, indique une croissance +23% de ses ventes pour la période T3 de 2021 (juillet-août-septembre)

Pour Desjoyaux, le prochain relais de croissance pourrait être les pays à forts pouvoirs d'achat (Allemagne, Autriche, Suisse) qui sont encore peu équipés.

C'est pour cela qu'il est important de suivre les différents segments de marché de Desjoyaux (accessoires / piscines) en France et à l'export.

Valorisation en bourse

Avec un cours de bourse autour de 28€, la capitalisation boursière est d'environ 250 M€. Malgré l'effet saisonnier, la société est en cash net toute l'année.

Les comptes annuels seront publiés le 17/12/2021 et je m'attends à

- un CA # 150 M€
- une situation de cash net de 40/45 M€
- un EBITDA de 40/45 M€
- des dotations aux amortissements qui seront encore de l'ordre de 5M€

Cela donnerait un VE/EBITDA # 5 et un EBIT de # 35 M€ (marge opérationnelle de #23%) et un résultat net part de groupe de # 24 M€.

Coté PEG cher à Lynch, on a

- Sur les 5 dernières années, une croissance de Bénéfice Par Action (BPA) de +25%/an
- Au cours actuel 28€, , avec un BPA 2020 = 1.56 €

=> PEG = (28/1.56) / 25 = 0.7 , plus petit que 1.

Cela reste raisonnable pour une valeur en croissance, si tant est que la croissance continue (ce que je crois).

En synthèse - ce que je surveille

Via le rapport annuel à venir et les différentes actualités du secteur, je surveille si la croissance rentable continue , ainsi je scrute (**en gras**) :

- Le relais de croissance à l'export, notamment via l'Allemagne (**le CA Export Europe** ou toutes **les news sur l'export**)
- L'impact du manque de main d'oeuvre sur les marges (**le poste sous-traitance**)
- L'impact de la hausse du prix des matières premières et de l'énergie (**coût MP/piscine et marge EBITDA/CA**)
- L'évolution des PDM en France (**nombre de bassins vendus en France / données FPP**)
- Les décisions politiques sur d'éventuelles taxes sur ce secteur
- La succession de Jean Louis Desjoyaux

Détection des conflits d'intérêts

Je suis actionnaire de Desjoyaux depuis 2018. Cette présentation est faite sans communication préalable à la société, et je n'ai aucun contrat avec la société.

Merci de votre attention !

Philippe Luchési