

First Solar

(NASDAQ, Ticker : FSLR / Isin : US3364331070)

Presentation

First Solar n'est pas une entreprise inconnue pour votre équipe des Daubasses. En effet, nous avons déjà effectué une opération sur les titres de cette société il y a de cela 5 ans. Nous avons vendu des options PUT et obtenu ainsi un gain de 9% en moins de 5 mois (ou encore, 21% en annualisé). Vous pourrez relire [l'ensemble de l'histoire sur notre blog](#).

Comme en 2012, ce qui nous attire encore aujourd'hui chez cet acteur, qui fait parti des leaders au niveau mondial du photovoltaïque, est sa belle rentabilité en plus d'une très belle structure financière. Monsieur le Marché semble particulièrement bipolaire avec ce titre. Un jour il va valoriser l'entreprise à des niveaux exceptionnels (plus haut de 74,29 USD en mars 2016) et ensuite massacrer l'action. Au cours actuel, par rapport au plus haut de 2016, le titre a chuté de 54%.

Est-ce que ce cours divisé par 2 est justifié ou bien peut-il offrir une fenêtre de tir aux chasseurs de RAPP (= Rentabilité A Petit Prix) que nous sommes ? L'analyse suivante va permettre d'en savoir un peu plus.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport trimestriel (T3) clôturé au 30 septembre 2016.

Nous avons acheté 127 actions à un cours de 34,53 USD.

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 millions)

2015	101,815
2014	101,643
2013	95,468
2012	86,860
2011	86,067
2010	86,491
2009	85,044
2008	82,124

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.

Société technologique par essence, le capital a été ouvert à de multiples occasions. Notamment pour financer la croissance, mais surtout par l'octroi d'actions aux managers. Sur la période observée, l'augmentation du nombre d'actions est de +24%.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2015	10,8%
2014	11,7%
2013	12,2%
2012	12,3%
2011	20,0%
2010	15,9%
2009	17,0%
2008	16,7%

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 (dans lesquels nous intégrons les dépenses de Recherche & Développement) sont en baisse marqués depuis la fin des années 2000. C'est un bon point pour le management.

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.

3. Rotation des stocks

2015	45,34
2014	62,09
2013	48,30
2012	46,61
2011	61,27
2010	39,40
2009	40,23
2008	54,91

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.

Difficile de sortir une tendance tant les chiffres sont erratiques. Ce qui est sûr, c'est que les technologies dans le domaine du panneau solaire évoluent très rapidement et que les produits deviennent, de ce fait, très rapidement obsolètes. Avec une rotation de 45 jours en moyenne en 2015, le niveau est acceptable. En tout cas, cela ne nous alarme pas, même pour une société *high tech*.

4. Création de valeur sur 8 années : +195,8%, ou +16,8 % 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.

Sans dividendes - la société ne distribue pas de dividendes -, la création de valeur s'explique seulement par l'accroissement des fonds propres. A 16,8% par an, c'est un très bon niveau de création de valeur. Certainement que l'axe de développement de First Solar basé notamment sur la livraison de fermes solaires « prêtes à l'emploi » lui permet de se différencier des concurrents qui produisent uniquement des panneaux solaires. Cette niche semble historiquement profitable.

Conclusions : l'actionnaire peut avoir des choses à reprocher au cours de bourse de First Solar, mais au regard des chiffres de cette partie sur la gestion, il ne pourra nullement jeter la pierre sur l'équipe de direction qui semble être orientée vers la création de valeur.

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

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 : 2,46

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 couvrent près de 2,5x les passifs courants. C'est un très bon niveau qui indique que la société n'a aucune pression à court terme.

2. Trésorerie nette par action : 16,43 USD

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 47% de la valorisation boursière actuelle de la société lors de notre achat. Le cash et les équivalents de trésorerie représentent 2,5 Md USD. Ce qui est plutôt confortable.

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 3,05

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.

Cet indicateur signifie qu'il faudrait environ 3 ans à First Solar en se basant sur son free cash flow moyen des 8 dernières années pour rembourser ses dettes à long terme. C'est déjà un bon niveau, mais il efface le fait que la société est en situation de trésorerie nette positive. La société n'a pas de dette financière si on retranche des dettes la trésorerie de la société.

4. Ratio de solvabilité : 106%

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.

L'entreprise a une excellente solvabilité. Cela s'explique par sa plantureuse trésorerie.

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

LES DAUBASSES

Conclusions : La société a un bilan très solide.

III. **Croissance** (nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. **Bénéfice par action (pour rappel en USD)**

2015	5,37
2014	3,90
2013	3,70
2012	-1,11
2011	-0,46
2010	7,68
2009	7,53
2008	4,24

On voit clairement 3 phases. 1) 2008 - 2010 : les années folles avec des rentabilités records ; 2) 2011 - 2012 : années de vaches maigres ; 3) 2013 - 20?? : retour à une rentabilité plus normative.

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

2015	35,15
2014	33,36
2013	34,67
2012	38,78
2011	32,14
2010	29,64
2009	24,30
2008	15,18

Malgré les dilutions (augmentation du nombre d'actions), l'activité par action a plus que doublé depuis 2008. Elle semble plus ou moins se maintenir au même niveau depuis 2012.

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. Free cash-flow par action

2015	6,85
2014	4,28
2013	6,01
2012	2,14
2011	-7,99
2010	-1,39
2009	6,80
2008	-0,61

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.

2010 et 2011 sont les seuls exercices de FCF négatifs significatifs. Ce fut la période noire du photovoltaïque, notamment à cause de la concurrence asiatique, et plus particulièrement chinoise, qui a tiré les prix vers le bas. La surabondance de l'offre avait fait chuter les prix. Durant ces deux exercices, First Solar a revendu pas mal de ses outils de production avec de fortes pertes de -462 M USD et -431 M USD respectivement en 2010 et 2011.

Depuis cette période, l'entreprise semble mieux gérer ses phases d'investissements dans un marché relativement cyclique (le tout en préservant son matelas de cash !).

4. Dividende par action

RAS

La société n'a pas distribué de dividendes ces 8 dernières années.

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. Marge d'exploitation

2015	14,4%
2014	12,4%
2013	11,2%
2012	-1,1%
2011	-2,5%
2010	29,2%
2009	32,9%
2008	35,2%

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.

Une dépréciation de Goodwill (actif intangible par nature) en 2011 de -393 M USD impacte l'exercice. La marge d'exploitation, encore appelée marge opérationnelle, ressort en moyenne à 16,5% sur ces 8 années. C'est un niveau de marge élevé qui peut être qualifié de très bon.

Conclusions : L'activité apparaît clairement cyclique. Et si certains exercices ont été très mauvais (2010 - 2011), en moyenne, la société est rentable à des niveaux plus qu'acceptable. On ne peut pas vraiment parler de croissance, mais d'une activité qui se maintient tout en restant apparemment profitable. C'est que nous allons voir.

IV. Rentabilité (nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité)

1. ROE

2015	9,8%
2014	7,9%
2013	7,8%
2012	-2,7%
2011	-1,1%
2010	19,2%
2009	24,1%
2008	23,0%

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 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.

On revoit ici, de nouveau, les 3 phases. Avec un retour à une rentabilité plus « normale » après des périodes extraordinairement rentables en 2008 / 2009 / 2010 avec des ROE > 20%.

Le ROE actuel proche des 10% nous semble plus durable.

2. Rapport free cash flow/dividende

RAS

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.

La société ne distribue pas de dividende.

Conclusions : La rentabilité est bonne. Et elle semble plus « raisonnable » dans le sens où nous avons vu que le FCF est mieux maîtrisé. Apparemment, le management semble essayer de sortir la société de sa cyclicité naturelle (liée au secteur énergétique), mais avec la contrepartie d'une moins grosse volatilité des bénéfices. Moins de gros bénéfices, mais aussi, plus du tout d'exercices en pertes.

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

1. **PER 2015 : 6,4** (PER moyen des 8 dernières années : 25,2)
2. **Rendement dividende** : -
3. **Price to book 2015 : 0,63** (price to book moyen des 8 dernières années : 2,35)
4. **Price Net cash ratio : 2,3** (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus).
5. **Objectif de cours** de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments

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

LES DAUBASSES

permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour **First Solar** s'établit à **74,24 USD**.

VI. Conclusions

Nous ne savons si c'est politique (effet « Trump le tout charbon et pétrole ? ») ou bien un énième désamour du marché pour les valeurs photovoltaïques qui sont à l'origine de la chute de l'action depuis plusieurs mois.

Quoi qu'il en soit, l'action First Solar semble souffrir d'un nouveau creux boursier. Nul ne sait si c'est un creux durable ou pas.

Ce que nous constatons, c'est que la société a une trésorerie dans les caisses et elle continue à être rentable. Elle pourrait donc faire le dos rond si elle devait faire face à une baisse importante de ses commandes... pour mieux rebondir ?

En cotant 0,6x ses fonds propres, avec une capitalisation boursière couverte à 49% par la trésorerie nette et un PER 2015 de 6, le marché a enfilé ses lunettes noires. La valorisation actuelle de First Solar est historiquement faible et offre un potentiel de +115,0%.

Enfin, la famille Walton (fondatrice de l'empire Walmart) détenait encore 26% du capital de First Solar au 31/12/2015. Ce qui fait d'elle le premier actionnaire de la société. Sans être une garantie certaine, cela ajoute un gage de sérieux dans la gouvernance de la société et dans sa gestion dans un objectif long terme. Il y a pire comme associés !

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.